



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة جيلالي لياس - سيدي بلعباس  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
مخبر إدارة الابتكار والتسويق



أطروحة دكتوراه ل.م.د. شعبة علوم التسيير تخصص مالية ونقود

بعنوان:

## أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL

تحت إشراف:  
د. قادري علاء الدين

من إعداد الطالبة:  
✓ دريش زهرة

أجيزت ونوقشت علنا بتاريخ:

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الصفة	الجامعة	الدرجة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ التعليم العالي	أ.د. صحراوي بن شيحة
مشرفا ومقررا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر أ	د.قادري علاء الدين
مناقشا	المركز الجامعي - عين تموشنت	أستاذ التعليم العالي	أ.د. جديدن لحسن
مناقشا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر أ	د. كاملي محمد
مناقشا	المركز الجامعي - عين تموشنت	أستاذ محاضر أ	د. كوديد سفيان
مناقشا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذة محاضرة أ	د. طالب سمية شهيناز

السنة الجامعية: 2019 - 2020



سورة الاحقاف

# إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى :

من كان سبب وجودي بعد الله عز وجل، من ربياني صغيرا ولم يبخل علي  
بشيء، والدي الحنونين أمد الله في عمرهما وأحسن خاتمتهما، فجزآهم عني  
خير الجزاء وأحياني لأرد جزء من الجميل.

إلى زوجي الكريم الذي قاسمني هموم البحث في كل لحظة من لحظاته.

إلى أولادي حفظهم الله.

إلى إخوتي كل باسمه.

إلى كافة الأحباب والأصدقاء

# شكر وتقدير

## شكر وتقدير

الحمد لله الذي وفقني ومكنني من إتمام هذه المذكرة فالحمد لله أوله وآخره.

أتقدم بخالص عبارات الشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف "قادري علاء الدين" على إشرافه وملاحظته القيمة ومساهمته في إخراج هذه الأطروحة.

كما أتقدم بالشكر الجزيل للدكتور "صحراوي بن شيحة" مدير مخبر ادارة الابتكار و التسويق على كل الجهودات و الدعم المقدم لنا طيلة فترة لدراسة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة وعلى ما سيساهمون به في إثراء هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في انجاز هذا البحث المتواضع.

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
38	مقارنة بين السوق الأولية والسوق الثانوية	01
58-57	الفرقات الأساسية بين السندات والأسهم	02
78-77	مؤشرات الأسواق المالية الناشئة	03
80	قائمة الأسواق المالية الناشئة	04
114	مؤشرات الاقتصادية الكلية لماليزيا	05
130	تحديد الإشارات المسبقة لمتغيرات الدراسة	06
136	التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة	07
139	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات	08
140	نتائج اختبار ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية	09
141	نتائج اختبار PP لاستقرارية السلاسل الزمنية	10
144	اختبار BOUND TEST	11
145	نتائج تقدير نموذج ARDL (3.0.3.2)	12
146	اختبار العلاقة قصيرة الأجل	13
146	نتائج اختبار العلاقة طويلة الأجل	14
147	نتائج اختبار ARCH	15
147	نتائج اختبار BREUSH-GODFREY	16

148	نتائج اختبار LM test	17
-----	----------------------	----

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
34	ميكانيزم الأسواق المالية	01
40	تقسيمات السوق المالي	02
116	الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا	03
131	تطور سعر صرف الرينغيت الماليزي و مؤشر كوالالمبور	04
134	تطور معدلات الفائدة بماليزيا	05
135	تطور معدل التضخم لماليزيا	06
142	اختبار فترات الإبطاء الملائمة للنموذج	07
148	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير النموذج ARDL.	08
149	اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM	09
150	اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي الراجعة	10





## المقدمة العامة

شهد العالم خلال ثلاثينيات القرن الماضي ظروف عدم استقرار غير عادية، حيث اتجهت أسعار صرف العملات الدولية للتقلب الشديد، فضلا عن اتجاه الدول إلى تخفيض قيمة عملتها وتقييد التجارة الدولية، مما أدى إلى تقلص حجم التجارة الخارجية إلى النصف. ولكي لا يبقى العالم في مثل هذه الظروف وقبل انتهاء الحرب العالمية الثانية بدأت كثير من الدول في البحث عن نظام نقدي جديد يكون أساسا للعلاقات الاقتصادية الدولية لما بعد الحرب.

ويرجع أهم ما قدم من اقتراحات إلى كل من المخطط البريطاني جون مينار كينز والمخطط الأمريكي هاري دكستر وايت، حيث كانت منطلقات كينز تتمثل في أن النظام النقدي الجديد يجب أن يكفل عدم التدخل في السياسات الداخلية للدول، إلا ما كان له أثر هام في العلاقات الاقتصادية الدولية، وبشرط أن تكون تلك العلاقات متساوية في المزايا بين الدول، وأن يحقق النظام المصلحة العامة لكل الدول المشاركة، وذهب كينز في مشروعه إلى أن إدارة وضبط النظام الجديد يتطلب تكوين مؤسسة دولية ذات طابع مركزي عالمي (إتحاد المقاصة الدولية وتكون مهمته كمهمة البنك المركزي في النظام النقدي المحلي)، ويكون لكل دولة مشتركة حصة تحدد مسؤولياتها في إدارة شؤون هذه المؤسسة. أما مشروع هاري وايت فلم يكن يهدف إيجاد سلطة نقدية دولية تحل مكان السلطة النقدية المحلية، بل تصوّر إمكان التعاون بين هذه السلطات، وكان جوهر اقتراحه يتلخص في أن النظام النقدي الدولي الجديد يجب أن يستهدف العمل على استقرار أسعار الصرف ومحاربة مختلف أشكال القيود على المدفوعات الخارجية التي تحد من حرية التجارة وحرية انتقال رؤوس الأموال، وقد اقترح لذلك تكوين صندوق دولي لتثبيت قيمة العملات للدول الأعضاء المشتركة فيه. وجاء مؤتمر بریتون وودز الذي مهدت له دراسات كل من الإقتصادي البريطاني كينز والإقتصادي الأمريكي هوارد عام 1944 لبحث أسس نظام النقد الدولي في أعقاب الحرب العالمية الثانية، وقواعد التعاون الدولي، والذي انتهى بتوقيع اتفاقية بریتون وودز، التي تعد بمثابة إعلان للنظام النقدي العالمي الجديد، وإنشاء كل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

إن نظام التعويم المدار الذي عرفه العالم بعد انهيار نظام بريتن وودز، لا يعني نشأة نظام جديد بشكل جديد، وإنما هو تغيير في منهج تسيير النظام الأول، حيث أن المؤسسات المالية والنقدية أصبحت تسيّر على أساس تبني نظام صرف عائم. ويقوم النظام النقدي الدولي منذ عام 1973 على قاعدة التعويم المدار لأسعار الصرف. ووفقا لهذه القاعدة تضطلع السلطات النقدية في كل دولة بمسؤولية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات قصيرة الأجل لأسعار الصرف، دون محاولة التأثير على اتجاهات أسعار الصرف في المدى الطويل، ولكل سلطة نقدية حرية اختيار أية سياسة للتدخل، وحرية تغيير تلك السياسة في أي وقت تشاء دون موافقة خارجية. وفي حالة ما إذا لم تتدخل السلطات النقدية على الإطلاق في سوق الصرف الأجنبي، فإنها تكون قد تركت أسعار الصرف حرة، وذلك باعتقادها أن التوازن في ميزان المدفوعات يتحقق بصورة تلقائية، وذلك بترك عملاتها تتحدد بحرية وفقا لقوى السوق من خلال العرض والطلب عليها، شأنها شأن بقية السلع الموجودة في السوق، حيث ينخفض سعرها إذا ما انخفض الطلب على العرض، ويرتفع سعرها إذا ما زاد الطلب على العرض.

وكثيرا ما نسمع في سوق العملات الأجنبية الحديث عن عملات قوية وعملات ضعيفة، أو الحديث عن ارتفاع سعر عملة معينة في السوق وانخفاض سعر عملة أخرى، فالعملة تعتبر قوية إذا ارتفع سعرها في السوق مقابل أسعار بيع العملات الأخرى، وبالذات الرئيسية منها، وتعتبر ضعيفة إذا انخفض سعرها مقابل هذه العملات. ومجرد ارتفاع أو انخفاض السعر مقابل عدد من العملات حتى لو كان العدد كبيرا، فإن هذا لا يكشف عن قوة أو ضعف لهذه العملة، إذ لا بد وأن تكون هذه العملات عملات مهمة ورئيسية في السوق. إضافة لذلك فإن ارتفاع وانخفاض سعر عملة معينة في السوق تحكمه أسباب وعوامل أخرى، وهنا لا بد من ذكر أهمية ارتباط هذه العوامل بمؤشرات العرض والطلب في السوق وعلاقتها الوثيقة بتوازنها، فكما نعرف فإن السبب المباشر لتغير سعر عملة يكمن في عدم التوازن الذي قد ينتج بين عرض هذه العملة والطلب عليها. وتوجد العديد من العوامل

المهمة والتي يمكنها التأثير على سعر صرف العملة لدولة ما، والتي تتمثل في: التغير في الميزان التجاري، السياسة الضريبية، التغير في معدلات الفائدة الحقيقية، والتدخلات الحكومية.

تعانى كل اقتصاديات العالم من آثار التقلبات الحادة في سعر صرف العملات على المستوى الدولي، نتيجة انهيار نظام بريتون وودز بسبب ارتباط الدولار بالذهب، و تبني معظم الدول الكبرى نظام سعر الصرف العائم الذي تتميز أسعار الصرف في ظلّه بتقلبات مستمرة، وما يترتب عن ذلك من آثار سلبية بالغة الأهمية في معظم المؤشرات الاقتصادية ومنها مؤشر سوق الأوراق المالية، حيث يواجه المستثمر خلال عملية الاستثمار في الأوراق المالية مخاطر نظامية وأخرى غير نظامية تتماشى طردا مع العوائد، كما يهدف إلى تعظيم قيمة الشركة لأن بقاءها مرهون بتراكم الثروة. ولذا كان حريا به توجيه مختلف قراراته المالية لتحقيق ذلك بالتركيز على قيمة الأوراق المالية، باعتبارها الوجه الحقيقي لقيمة الشركة، حيث تتأثر قيمة الأوراق المالية بعدد كبير من المتغيرات، مما يؤدي إلى تغيرات أو تذبذبات في أسعارها إما بالارتفاع أو الانخفاض على المحيط الداخلي والمرتبطة أساسا بيد متخذي القرار أو المحيط الخارجي من تضخم وعرض النقود ومعدل الفائدة . ولما كانت هذه المخاطر لا بد من إدارتها كان لزام على المستثمرين في السوق المالي والقائمين على إدارة السوق المالية الإحاطة بتلك المتغيرات الكمية لمعرفة مدى تأثيرها على قيمة الأوراق المالية على مستوى الأسواق المالية. وتعد أسعار صرف العملات من أهم هذه المتغيرات، والتي تنتج مخاطرها من التقلبات في أسعار الصرف للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

وبذلك استحوذ موضوع أسعار صرف العملات اهتمام الأكاديميين والباحثين ومتخذي القرار على حد سواء، نتيجة لأهميته وعلاقته المباشرة بحركة رؤوس الأموال والمعاملات المالية مع العالم الخارجي، ومدى أثره على تنافسية الاقتصاد ككل. وإذا كانت الدول تهتم بأسعار الصرف لإعادة التوازن لموازين مدفوعاتها ودعم تنافسية الاقتصاد، فإن المؤسسات المالية والاقتصادية ذات العلاقة مع الخارج هي الأخرى تهتم بتطور أسعار الصرف وتأثر

بها، نظرا لتقلباته وتغيراته المستمرة التي تأثر سلبا على مختلف المؤشرات الاقتصادية والمالية، وبذلك يعتبر سعر الصرف متغير مهم يترصده العديد من المستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية فيما يخص محافظهم الاستثمارية.

وعلى هذا الأساس جاءت إشكالية الدراسة على النحو: ما مدى تأثير تقلبات سعر صرف الرينغيت

### الماليزي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق ماليزيا للأوراق المالية؟

ومن خلال هذه الإشكالية العامة يمكننا طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التي تشكل مضمون الدراسة في هذا

البحث، وهي:

- ما هي طبيعة العلاقة بين سعر صرف الرينغيت ومؤشر كوالالمبور؟
- كيف تؤثر أسعار الفائدة على مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية؟
- كيف يرتبط معدل التضخم بمؤشر كوالالمبور للأوراق المالية؟

وحتى يمكننا الإجابة على هذه الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، وقصد توجيه الدراسة تم صياغة الفرضيات

الآتية:

- **الفرضية الأولى:** توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين سعر صرف الرينغيت الماليزي ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية.
- **الفرضية الثانية:** توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية.
- **الفرضية الثالثة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية.

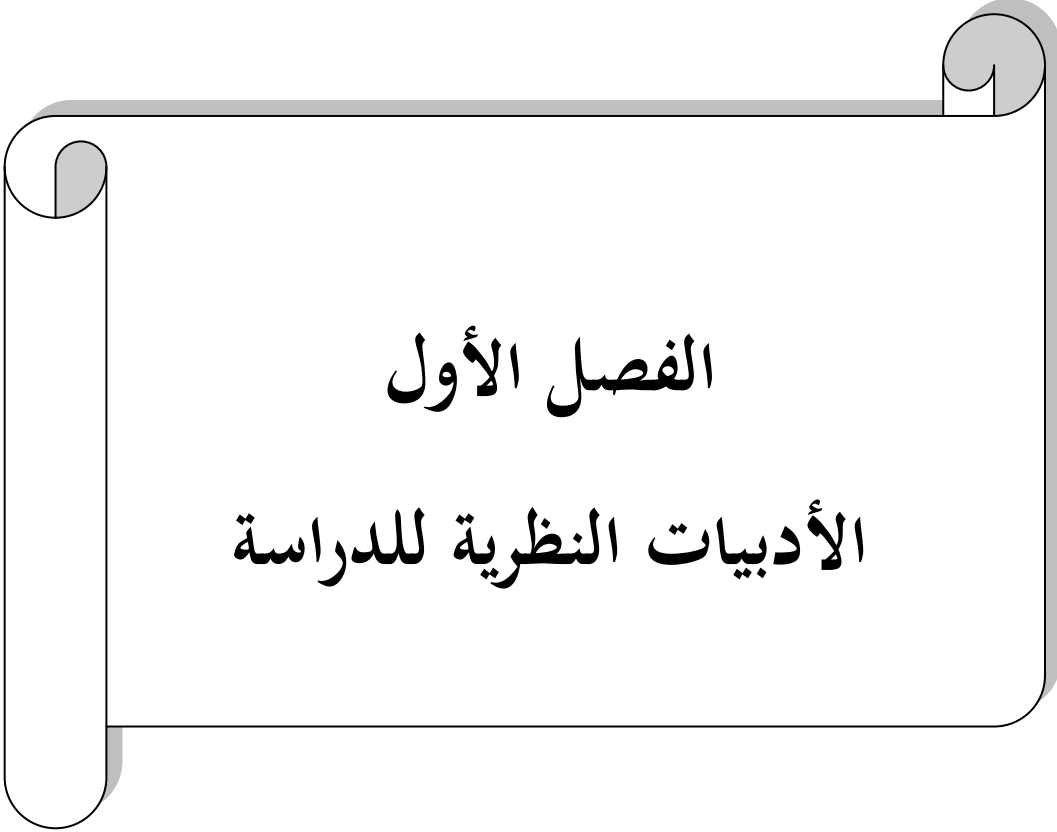
وتكتسب الدراسة أهميتها من كونها دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على السوق المالي الماليزي للفترة (2013-2019)، وتبرز أهميتها بالنظر للدور المهم الذي تلعبه الأسواق المالية الناشئة، باعتبارها مصدر من مصادر التمويل، والتي أصبحت تستقطب عدد كبير من المستثمرين الأجانب الذين يرغبون في تنويع محافظتهم المالية. لذا جاءت دراستنا لتسلط الضوء على أثر هذه التقلبات في محاولة إيجاد علاقة بين تقلبات سعر صرف ومؤشر سوق ماليزيا للأوراق المالية لمعرفة اتجاهها، وتبيان ما إذا كان الاستقرار في سعر الصرف يؤدي إلى زيادة الثقة والتعامل في الأوراق المالية.

أما عن أهدافها فتتمثل في:

- معرفة الأثر الذي يحدثه تقلب سعر صرف الرينغيت الماليزي مقابل الدولار الأمريكي على المؤشر العام لسوق ماليزيا للأوراق المالية (الممثل بمؤشر كوالالمبور).
- معرفة نوع العلاقة بين المتغيرين، اتجاهها ومقدار التأثير، ومن ثم محاولة الخروج بنتيجة لتوجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح، والتي من شأنها أن تؤثر على النشاط الاقتصادي.
- ومن أجل الإلمام بالموضوع بكل جوانبه، والإجابة عن إشكالية البحث والتساؤلات المطروحة وغيرها تم اعتماد طريقة IMRAD لمعالجة هذا الموضوع، واتبعنا معها المنهج الوصفي في الجانب النظري الذي يوضح المبادئ العلمية والمفاهيم الأساسية لمكونات الدراسة، فيما كان المنهج التحليلي من خلال استخدام نموذج ARDL ومجموعة من الأدوات والمقاييس أساس الجانب التطبيقي.
- وتتمثل الحدود الزمنية للدراسة في الفترة الممتدة من شهر جانفي 2013 إلى 31 ديسمبر 2019 نظرا لتوفر البيانات اللازمة والمتعلقة بجميع متغيرات الدراسة، أما الحدود المكانية فتمت على مستوى السوق المالي الماليزي.
- وبغية التحكم بالبحث، تم تقسيمه إلى فصلين وفق طريقة IMRAD، أحدهما نظري والآخر تطبيقي.

احتضن الفصل الأول (الجانب النظري) المبادئ العلمية والمفاهيم الأساسية لمكونات الدراسة، حيث قسم إلى ثلاثة مباحث: شمل المبحث الأول المفاهيم الأساسية المتعلقة بسعر الصرف، أما المبحث الثاني تضمن الإطار النظري للأسواق المالية والمؤشرات المالية المتداولة في السوق المالي وكذا الأسواق المالية الناشئة وخصائصها، في حين كان المبحث الثالث عرض لبعض الدراسات السابقة ذات العلاقة بالموضوع.

أما الفصل الثاني (الجانب التطبيقي) فكان عبارة عن دراسة قياسية لأثر سعر الصرف على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي باستخدام نموذج ARDL، بالاعتماد على مجموعة من أدوات الاقتصاد القياسي، كنماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، ونماذج تصحيح الخطأ (VECM)، ونماذج (VAR)، واختبار السببية بمفهوم كرانجر، واختبارات جذر الوحدة للتأكد من استقرار السلاسل الزمنية.



الفصل الأول  
الأدبيات النظرية للدراسة



## تمهيد الفصل الأول:

يلعب سعر الصرف دورا هاما سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي لأنه يمثل أحد المتغيرات الأساسية التي تساهم في إحداث التوازن أو عدمه على مستوى الاقتصاد الكلي، وبالتالي فإن سياسة سعر الصرف والنظام المنتهج من طرف السلطات النقدية كفيلة بحماية الاقتصاد المحلي من الصدمات التي تنتج جراء التقلبات الحادة التي تعرف بها أسعار الصرف نظرا لحساسيته الشديدة بمختلف الأحداث على الصعيد المحلي والعالمي خاصة في ظل أسعار الصرف المعومة.

من جهة أخرى تحظى الأسواق المالية بمكانة هامة في الاقتصاد المعاصر، نظرا للدور البارز التي تؤديه والمتمثل في جمع وتعبئة المدخرات المالية، أي تحويل الفوائض المالية من أصحابها إلى وحدات اقتصادية تعاني من العجز المالي والتي لها القدرة و الرغبة في الاستثمار من خلال مختلف الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي. ونظرا لتشعب العلاقات الاقتصادية وظهور العمولة المالية أصبحت الأسواق المالية سوق واحدة متعددة الجنسيات باحتوائها على شركات ومؤسسات دولية تعتمد على آلية سعر الصرف في تسوية معاملاتها، ولتأدية مختلف تداولاتها. وعلى هذا الأساس جاء هذا الفصل ليعالج مختلف الأدبيات النظرية للدراسة في ثلاثة مباحث أساسية، وهي:

- المبحث الأول: أسعار وسوق الصرف (المفهوم، الأهداف والسياسات)
- المبحث الثاني: الأسواق المالية (المفهوم والأدوات)
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة

## المبحث الأول: أسعار وسوق الصرف (المفهوم، الأهداف والسياسات)

يلعب سعر الصرف دورا هاما في الحياة الاقتصادية، باعتباره أحد أهم المصادر لاحتياجات الدولة وسداد التزاماتها الخارجية، كما أنه يعبر عن المكانة الاقتصادية للدول. أما مسألة تحديد سعر الصرف فهناك عدة أنظمة تنتهج لتحديد سعر الصرف من طرف السلطات النقدية فمنها من تفضل تثبيت أسعار صرفها لحمايته من الصدمات، ومنها من تعتبره كسلعة وتتركه يحدد في سوق الصرف وفق آلية العرض والطلب.

سنحاول في هذا المبحث التعرف على مختلف الجوانب المتعلقة بأسعار الصرف ونظرياته، سياسات سعر الصرف وسوق الصرف.

## المطلب الأول: ماهية سعر الصرف

إن زيادة حجم المعاملات والتبادلات التجارية بين مختلف دول العالم عن طريق عملية التصدير والاستيراد، أدى إلى ظهور ما يسمى بسعر الصرف، وهو عبارة عن نسبة تحدد لقيام التبادلات التجارية بين عملتين دوليتين. ومن خلال هذا المبحث سنتعرف أكثر على سعر الصرف وأنظمتيه المختلفة.

### أولا: مفهوم سعر الصرف ووظائفه

#### 1. مفهوم سعر الصرف:

سعر الصرف هو عبارة عن نسبة أو معدل يتحدد في سوق الصرف الأجنبي نتيجة تلاقي قوى العرض والطلب على العملات، ولتوضيح أكثر سوف نعرف سعر الصرف من خلال طرق تسعيره، وهنا نميز طريقتين لتسعير سعر الصرف: الطريقة الأوروبية والطريقة الأمريكية.

فإذا عرفنا سعر الصرف بطريقة التسعير الأوروبية (التسمية السعرية) فهو عدد الوحدات من العملة الوطنية (المحلية) التي يمكن مبادلتها بوحدة واحدة من العملة الأجنبية (عامري، 2017، صفحة 63).

كما عرفه أيضا guillot على أنه: سعر الوحدة من النقد الأجنبي، معبرا عنها بوحدة من النقد الوطني (guillot, 1999)، وهي تسمى تسمية سعرية من وجهة نظر المواطن في دولة العملة الأجنبية.

أما إذا عرفنا سعر الصرف بطريقة التسعير الأمريكية، فهوكمية العملة الأجنبية الممكن شراؤها بوحدة واحدة من العملة المحلية، وهي تسمى بالتسمية الكمية بالنسبة للمواطن المحلي.

يعبر سعر الصرف عن العلاقة الكمية لوحدة نقدية بين بلدين، أي قيمة عملة معينة مقابل قيمة عملة أخرى (بوعتروس، 2000، صفحة 150).

## 2. وظائف سعر الصرف: لسعر الصرف عدة وظائف، نلخص أهمها فيما يلي:

2.1 الوظيفة القياسية: يعتبر سعر الصرف همزة وصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية بحيث يعتبر وسيلة مقارنة لقياس الأسعار المحلية لمختلف السلع المنتجة وأسعار نفس السلع في السوق الدولية، وبالتالي يمكن المنتجين المحليين بإعطائهم نظرة عن الأسعار وقياساتها.

2.2 الوظيفة التطويرية: لكي نفهم هذه الوظيفة سوف نعطي مثلا، إذا ارتفع سعر صرف الأورو مقابل الدولار سيشتجع الأوروبيين لاقتناء السلع الأمريكية لأنها رخيصة مقارنة بالسلع التي تباع في أوروبا، وعليه سوف تزداد قيمة الصادرات من السلع الأمريكية و من هنا نستنتج أن لسعر الصرف تأثير على الجانب السلعي للتجارة الخارجية للدول حيث يلعب دورا هاما في زيادة صادرات دولة ما بالنسبة لدولة أخرى. أي من خلال سعر الصرف تتضح الرؤية لدى واضعي القرار لدولة ما بزيادة صادراتها أم لا (حاتم، 1987، صفحة 149).

2.3 الوظيفة التوزيعية: يقوم سعر الصرف بوظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، وذلك بحكم أنه مرتبط بشكل مباشر بالتجارة الخارجية، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل الوطني العالمي والثروات الوطنية بين دول العالم (الحجار، 2012، صفحة 76).

### ثانياً: أشكال سعر الصرف

يكسب سعر الصرف صيغاً أو أشكالاً عديدة، لكل منها دلالتها الاقتصادية، وهي كالتالي:

#### 1- سعر الصرف الاسمي (Taux de change nominal):

هو قيمة عملة بلد ما مقيمة بعملة بلد آخر، بحيث تقوم مبادلات لعملات البلدين على أساس المعدل أو السعر القائم بينهما و هذا السعر يسمى بسعر الصرف الاسمي الذي تتحدد قيمته وفقاً لقوى العرض والطلب على العملة في سوق الصرف، وذلك خلال فترة زمنية معينة (زرارة، 2016، صفحة 9)، وهنا يجب أن نشير إلى أن سعر الصرف الاسمي (سعر العملة الجاري) لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من السلع والخدمات بين البلدين والتغيرات التي تطرأ عليه تسمى تدهوراً<sup>1</sup> أو تحسناً<sup>2</sup>، ويرمز له بـ E.

وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى نوعين:

#### 1.1 سعر صرف اسمي رسمي: وهو السعر الذي يحدد من قبل السلطات النقدية (البنك المركزي) أي

السعر المتعارف به دولياً والمعمول به في مختلف الصفقات والمبادلات التجارية الدولية.

#### 2.1 سعر الصرف الموازي: وهو السعر الذي تحدد قيمته في الأسواق الموازية للصرف (زرارة، 2016،

صفحة 12)

<sup>1</sup> التدهور: يعني انخفاض قيمة العملة المحلية أي انخفاض سعر صرفها مقابل العملات الأجنبية.

<sup>2</sup> التحسن: يعني ارتفاع قيمة العملة المحلية أي ارتفاع سعر صرفها مقابل العملات الأجنبية (بلقاسم العباس، نوفمبر 2003، صفحة 4)

2- سعر الصرف الحقيقي (taux de change Reel):

يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، أي أنه ذلك المؤشر المرجح الذي يجمع بين التغيرات الحاصلة في سعر الصرف الاسمي والتباين في معدلات التضخم، مع الأخذ بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة على مستوى الأسعار الأجنبية وربطها بمستوى الأسعار المحلية (قدور، 2013، صفحة 16)، وعليه فسعر الصرف الحقيقي هو السعر الذي يمنح العملة الوطنية قيمتها الحقيقية أو الواقعية لأنه عبارة عن قياس لعدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع الوطنية (المحلية)، فهو يعتبر مقياس يمكن المتعاملون الاقتصاديون في اتخاذ قراراتهم المتعلقة بالمنافسة (موسى سعيد مطر و آخرون، 2003، صفحة 44).

ويمكن قياس سعر الصرف الحقيقي وفقا للعلاقة التالية (قدور، 2013، صفحة 16):

$$\varepsilon = \frac{e|\rho}{1\$| * \rho}$$

بحيث :

$\varepsilon$  = سعر الصرف الحقيقي.

$E$  = سعر الصرف الاسمي.

$\rho$  \* = مؤشر الأسعار الأجنبية.

$\rho$  = مؤشر الأسعار المحلية.

$\frac{\rho}{1\$}$  = القوة الشرائية للدولار بأمريكا.

$\frac{e}{\rho}$  = تمثل القوة الشرائية للدولار الأمريكي في دولة معينة.

### 3- سعر الصرف الفعلي (Taux de change effectif):

هو عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة فعلياً أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة، متضمن في ذلك التعريفات الجمركية، الرسوم، والإعانات المالية (حميدات، 1996، صفحة 76).

فمن أجل معرفة مستوى تطور قيمة العملة المحلية دولياً نقوم بحساب سعر الصرف الفعلي، حيث يعبر على المتوسط المقدر لأسعار الصرف اتجاء شركائه التجاريين الرئيسيين. ومن خلال التعريف السابق يمكن القول أنه هو وزن كل شريك في التجارة الخارجية للبلاد محل الدراسة. وهنا يجب التمييز بين سعر الصرف الفعلي للصادرات وآخر للواردات.

#### 1.3 سعر الصرف الفعلي للصادرات ( $NEER_x$ ):

هو عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن أن نحصل عليها مقابل ما تبلغ قيمته دولاراً واحداً من الصادرات مع احتساب رسوم التصدير، الإعانات المالية، الإعانات الخاصة بعوامل الانتاج المتضمنة للصادرات والرسوم الإضافية.

#### 2.3 سعر الصرف الفعلي للواردات ( $NEER_m$ ):

هو عدد الوحدات من العملة المحلية التي تدفع مقابل قيمتها بالدولار الواحد من الواردات مع احتساب التعريفات الجمركية، الفوائد على ودائع الاستيراد والرسوم الإضافية.

كما يجب الإشارة إلى أن كلا النسبتين المذكورتين سلفاً ( $NEER_m$ ) و( $NEER_x$ ) تعبران عن تغير الأسعار النسبية كما هو قابل للتصدير وما هو قابل للاستيراد. وتمكن هذه النسبة من اتخاذ قرارات متعلقة بالسياسة التي تضعها الدولة فإذا كانت النسبة أكبر من الواحد فيجب أن تنتهج الدولة سياسة مشجعة للتصدير وهو الهدف

الذي تسعى إليه معظم الدول، حيث سياسة تنشيط الصادرات تمكن من عودة النسبة إلى ما يقارب الواحد(قاسم، 2010، صفحة 15).

### ثالثاً: أنظمة سعر الصرف

يقصد بنظام الصرف مجموعة القواعد والإجراءات التي تتخذها الدولة في تحديد سعر الصرف الأجنبي الخاص بعملتها الوطنية، إما أن تقوم السلطات النقدية (البنك المركزي) بالتدخل في تحديد سعر الصرف الرسمي، وهنا تراعي السلطات النقدية الظروف الاقتصادية للدولة، ونقول أن الدولة تتبع نظام سعر الصرف الثابت، وإما أن تترك الدولة سعر الصرف عملتها يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب مع فرضها لشروط وإجراءات، مما يسمح بمراقبة نسبة لتغيرات أسعار الصرف. وفي هذه الحالة الدولة تتبع نظام الرقابة على الصرف، وإما أن تترك سعر الصرف يحدد نهائياً (أي بدون تدخل البنك المركزي) حسب قوى العرض والطلب وهنا نقول أن الدولة تتبع نظام سعر الصرف المرن (الحر) أو ما يعرف بنظام تعويم العملات(حسين، 2003، صفحة 84). وفيما يلي تفصيل للأنظمة التالية:

## 1- نظام الصرف الثابت (fixed exchange rate system):

### 1.1 تعريف نظام سعر الصرف الثابت:

ساد نظام الصرف الثابت في أواخر القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين في ظل قاعدة الذهب، حيث ترتبط قيمة العملة الوطنية بوزن معين من الذهب، مما يؤدي إلى تحقق ثبات نسبي في سعر صرف العملات الأخرى مقابل بعضهما البعض.

ويفضل هذا النظام التوازن الخارجي على حساب الاستقرار الداخلي، فالدولة التي تلاحظ أن قيمة عملتها الوطنية في انخفاض مستمر، هذا يعني خروج الذهب أي حجم الواردات في تزايد فتقوم الدولة بتطبيق سياسة

انكماشية للتقليل من الواردات على حساب الصادرات أي سياسة تشجيع الصادرات، وبالتالي يرتفع سعر صرف عملتها الوطنية لأن مقابل عملية التصدير هناك دخول للذهب الذي بفضل ترفع قيمة العملة المحلية، ومع تطور النظام النقدي الدولي سائر هذا النظام التطور، حيث أصبحت قيمة العملة الوطنية مرتبطة إما بعملة واحدة تكون عملة ارتكازية<sup>1</sup> بحيث تقوم الدولة بتثبيت عملتها الوطنية بالنسبة لعملة أخرى ارتكازية دون تعديلات إلا في حالات استثنائية. أو تقوم الدولة بربط سعر صرف عملتها الوطنية بسلة العملات خاصة عملات الشركاء التجاريين الذين تتعامل معهم بكثرة في المبادلات التجارية، أو أن تقوم الدولة بتثبيت سعر صرف عملتها مقابل وحدة معيارية كحقوق السحب الخاصة<sup>2</sup>، وبالتالي سعر صرف العملة المحلية يبقى ثابت مقابل إما بعملة واحدة، أو سلة من العملات، أو بوحدات حقوق السحب الخاصة (راقي، 2015، صفحة 26).

## 2.1 مميزات:

- إن نظام الصرف الثابت يكسي العملة الوطنية استقراراً، مما يعزز المجال النقدي (راقي، 2015، صفحة 27).
- سعر الصرف الثابت يساعد في التنسيق النقدي الدولي خاصة مع الشركاء الاقتصاديين (ملاك، 2001، صفحة 424).
- إن تثبيت سعر الصرف يمكن السلطات النقدية التحكم في الكتلة النقدية (الإصدار النقدي)، وبهذا هو نظام ملائم للدول التي تعتمد سياسة نقدية مستهدفة للتضخم (راقي، 2015، صفحة 29).

<sup>1</sup> العملة الارتكازية : هي العملة التي لاتفرص دولتها عليها قيوداً مثلاً كالـدولار ، حيث يمكن التعامل بالدولار حتى خارج الولايات المتحدة الأمريكية  
<sup>2</sup> حقوق السحب الخاصة DTS: هي احتياطي دولي استحدثه صندوق النقد الدولي في عام 1969 ليصبح مكملاً للأصول الرسمية الخاصة بالبلدان الأعضاء. ويتم تحديد قيمة هذا الأصل اعتماداً على سلة من أربع عملات دولية أساسية، ويمكن مبادلتها بأي من العملات القابلة للتداول الحر. واعتباراً من شهر مارس 2016، تم استحداث 204.1 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (ما يعادل حوالي 285 مليار دولار أمريكي) وتوزيعها على البلدان الأعضاء. تتحدد قيمة حق السحب الخاص وفق سلة من خمس عملات رئيسية: اليوان الصيني، والدولار الأمريكي، واليورو، والين الياباني، والجنيه الاسترليني



- إن استقرار نسبة التعادل بين العملات يجعل المنتحيين قادرين على تقدير الأرباح المتوقعة من جانب، ومن جانب آخر يضمن للمستثمرين الأجانب تحويل أرباح استثماراتهم، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الثقة بالعملية الوطنية لأنها شبه مستقرة تمكن الأعوان الاقتصادية بالتنبؤ (راقي، 2015، صفحة 26).

### 3.1 عيوب هذا النظام:

- يجبر هذا النظام السياسة النقدية أن تضحي بحرية استقلاليتها لتحقيق الأهداف الاقتصادية المرغوبة.
- هذا النظام مكن العديد من المتعاملين على المضاربة، وهذا ما أثر سلبا على الاستقرار النقدي للدول وعلى احتياطاتهم من العملة الصعبة.
- إن تفضيل هذا النظام على حساب الاستقرار الداخلي يؤدي إلى تضارب في أهداف السياسة الاقتصادية الداخلية.
- يؤدي هذا النظام إلى التبعية الاقتصادية لأن سعر الصرف مربوط بعملة أو سلة من العملات، وهذا ما يدعم كفة البلد المهيمن صاحب العملة القوية.
- إن تبني هذا النظام لا يعطي الحق للدولة بتطبيق سياسة تخفيض العملة المحلية لأنها مجبرة للجوء إلى صندوق النقد الدولي للحصول على الموافقة وقد تنتهي بالرفض.
- في ظل نظام الصرف الثابت تتدخل الدولة للحفاظ على استقرار أسعار صرفها مرهون بما تملكه من احتياطات دولية و قد يتطلب التدخل في حدود تفوق احتياطاتها.

### 2- نظام الصرف العائم (Floating exchange rate system):

- بعد انهيار النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتنوودز سنة 1971 والذي كان سببه التحويلات الغير نظامية تم إلغاء قاعدة قابلية تحويل الدولار إلى ذهب لأن الدولار آنذاك فقد قيمته كعملة ريادية بسبب التخفيضات

المتتالية، إضافة إلى ذلك قامت المجموعة الاقتصادية التسعة بترك عملتها تعوم مقابل الدولار، أي ترك العملة الوطنية تتحدد من خلال قوى (السوق قوى العرض والطلب).

ينقسم هذا النظام بذاته إلى نظامين: نظام الصرف الحر أو ما يعرف بالنظيف، ونظام الصرف المدار أو الوجه (غير النظيف) (ملاك، 2001، صفحة 424).

## 1.2 نظام الصرف الحر (التعويم النظيف)<sup>1</sup>:

في ظل هذا النظام يتحدد سعر صرف عملة أي دولة مقابل عملات الدول الأخرى في سوق الصرف الأجنبي أي حسب قوى السوق نتيجة تلاقي قوى العرض والطلب دون تدخل السلطات النقدية، وهنا تكون السياسة النقدية مستقلة عن نظام الصرف.

ويتميز هذا النظام بعدة إيجابيات منها:

- التعديل في ميزان المدفوعات يحدث تلقائياً لأنه محدد بقوى السوق.
- استقلالية السياسة النقدية تجعلها أكثر مرونة لتوجه أهدافها نحو السياسة الاقتصادية المرغوب فيها.
- عدم تدخل السلطة النقدية في تحديد أسعار الصرف يجعل المضاربة غير آمنة أي معرضة أكثر للمخاطر.

## 2.2 نظام الصرف المدار أو الموجه (التعويم الغير النظيف):

يتميز هذا النوع من التعويم بإمكانية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي من أجل تعديل اتجاه العرض والطلب من العملات الأجنبية، لكي يؤثر على قيمة العملة الوطنية في الاتجاه المرغوب لتحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة، وذلك إما:

<sup>1</sup> في هذا الصدد يجب أن ننوه الى ان نظام الصرف الحر يناسب الدول الصناعية الكبرى و بعض الدول الناشئة التي ترتبط نسبيا بالتجارة الدولية ولديها قطاع مالي و مصرفي متطور يساعد على التحكم في مرونة سعر الصرف, لأن تقلبات أسعار الصرف ينجم عنها مخاطر لا يمكن التنبؤ بها تعود سلبي على التجارة الخارجية خاصة على الدول ذات الاقتصاديات الضعيفة(راقي، 2015، صفحة 28)

• بيع العملة الوطنية أي زيادة العرض وبالتالي تنخفض قيمتها، مما يحتم تخفيض أسعار السلع والخدمات الذي يشجع الصادرات من السلع، وكنتيجة لذلك ارتفاع الطلب العالمي على السلع المحلية لأن أسعار صرفها منخفضة.

• شراء العملة الوطنية أي زيادة الطلب، وبالتالي ترتفع قيمتها ويتقلص حجم خروج رؤوس الأموال إلى الخارج مما يشجع الاستثمارات في الداخل (دوحة، 2015، صفحة 24).

يعتبر التعويم المدار أو الموجه الحل الوسيط بين نظام الصرف الثابت ونظام التعويم الحر، خاصة فيما يتعلق بالدول النامية حيث تتميز اقتصادياتها بالضعف، وهذا يؤثر على حجم تجارتها الخارجية. ولتبنى هذا النظام فرض صندوق النقد الدولي على البنوك المركزية التي تريد التدخل في إدارة سعر الصرف مجموعة من الشروط، أهمها: أن لا يكون الهدف وراء لتدخل البنك المركزي الحصول على فوائد على حساب الدول الأخرى، وأن تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف لن يزيد في حدة تقلبات أسعار الصرف.

إن التدخل من طرف السلطة النقدية يكون قصد التأثير على سعر صرف العملة الوطنية، وتمثل مختلف التأثيرات فيما يلي:

- التأثير يكون على حركة الصادرات والواردات إما برفع أو تخفيض الحواجز الجمركية لأن تشجيع الصادرات يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الوطنية، وبالتالي ترتفع قيمتها مقابل العملات الأجنبية، بينما التوسع في الواردات سيؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية، وبالتالي تنخفض قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية.

- التدخل بأداة سعر الفائدة من خلال تخفيض سعر الفائدة الموجه للمستثمرين بغرض تشجيع الاستثمارات في الداخل، وبالتالي يزيد الطلب على العملة الوطنية فترتفع قيمتها مقابل العملات الأجنبية، والعكس صحيح.

يمكن القول أن نظام الصرف المرن يؤخر نوعاً ما من الحماية ضد الصدمات التي تطرأ فجأة على سعر الصرف نتيجة التغير في الطلب على الصادرات أو حتى في معدل التبادل التجاري (الزاوي، 2011، صفحة 13).

### 3. نظام الرقابة على الصرف (le système du contrôle de change):

#### 3-1 تعريف نظام الرقابة على الصرف:

يقصد بالرقابة على الصرف تدخل السلطات النقدية لوضع مجموعة من القيود والإجراءات في مجال النقد الأجنبي، كمنع التعامل بالعملات الأجنبية من قبل الأفراد وحصرها على الجهات الرسمية التي تتولى إدارة الرقابة على الصرف (راقي، 2015، صفحة 45).

تبنى الدول نظام الرقابة على الصرف بغية منها في التحكم في قيمة العملة الوطنية داخل أسواق الصرف الدولية، وفي هذا الإطار فإذا رغب شخص ما تصدير سلع معينة إلى الخارج لابد عليه أن يتوجه إلى البنك المركزي ويقدم له العملة الأجنبية التي تحصل عليها جراء عملية التصدير بدوره يقوم البنك المركزي بتحويلها إلى العملة الوطنية وفقاً لسعر محدد (راتول، 2006، الصفحات 241-243).

#### 3-2 مميزات وأهداف نظام الرقابة على الصرف:

- حرية غير مطلقة لتحويل العملة الوطنية إلى عملات أجنبية لأنها خاضعة لقوانين وإجراءات تضعها السلطة النقدية.

- حرية مقيدة للتصدير والاستيراد بالصرف الأجنبي.

كل هذه الرقابة بغية تحقيق مجموعة من الأهداف، منها:

- حماية الصناعات المحلية (الناشئة) من المنافسة الأجنبية من خلال إتباع سياسة توجيه الواردات من السلع أي استيراد السلع التي لن تنتج في داخل الوطن أما السلع التي تنتج داخل الوطن فلن تستورد أو تحديد كميات استيرادها.
- من أجل التحكم في سياسة التوسع الائتماني من خلال توجيهه نحو القطاعات المنتجة والأكثر فعالية لتحقيق تنمية مستدامة.
- المحافظة على التوازنات في ميزان المدفوعات وسهولة علاج الخلل عندما يحدث، لأنها هي المسيطرة على حركة العملة الصعبة.
- التحكم في رؤوس الأموال ومنعها من الخروج خارج الدولة.
- إعطاء حماية لقيمة العملة في الخارج من خلال التحكم في الطلب على العملة الأجنبية بدلا من اللجوء إلى سياسة تخفيض العملة الوطنية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين بها (شقيري، 2012،

الصفحات 166-167).

### المطلب الثاني: سياسات سعر الصرف والعوامل المؤثرة عليه

أولا: سياسات سعر الصرف وأهدافها:

1. سياسات سعر الصرف:

يمكن تعريف سياسة سعر الصرف على أنها: مجموعة الإجراءات والقرارات التي تتخذها السلطات النقدية (البنك المركزي) لتحديد سعر الصرف للعملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي، بالإضافة إلى القيام باختيار نظام الصرف المتبع الذي يتلاءم مع أوضاعها الاقتصادية والأهداف المرجو تحقيقها والوصول إليها (حميدات، 1996، صفحة 10).

ومن أهم سياسات سعر الصرف، نذكر ما يلي:

### 1.1 سياسة الرقابة على الصرف:

نعني بالرقابة على الصرف فرض رخصة خاصة على الشراء والبيع بالعملة الصعبة، بهدف الحد من خروج

رؤوس الأموال (قدي، 2006، صفحة 131).

### 2.1 سياسة تعديل سعر صرف العملة:

عند حدوث خلل في ميزان المدفوعات تقوم السلطات النقدية بالتدخل لتعديل هذا الاختلال باستخدامها

لإلية تخفيض قيمة العملة أو إعادة تقويمها، وفي هذه الحالة يجب على الدولة أن تكون متبينة لنظام سعر الصرف

الثابت أما بالنسبة للدول التي تتبنى نظام سعر الصرف العائم (المرن) فهنا تعمل للتأثير على قيمة العملة لتحسينها

أو تدهورها (بوثلجة، 2009، الصفحات 26-27).

### 3.1 سياسة استخدام احتياطات الصرف:

تستخدم السلطات النقدية احتياطات الصرف كوسيلة للمحافظة على سعر الصرف، وهنا نميز حالتين:

- في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة: ففي حالة انهيار العملة يقوم البنك المركزي ببيع العملات الصعبة التي

بجوزته مقابل العملة المحلية، وفي حالة تحسن قيمة العملة الوطنية يقوم البنك المركزي بشراء العملات

الصعبة أما في حالة ما لم يتمكن البنك المركزي من تغطية العجز بالعملة الصعبة، فيقوم بتخفيض قيمة

العملة.

- في ظل نظام أسعار الصرف العائمة: يواجه البنك المركزي التغيرات الحادة التي تطرأ على سعر صرف

عملتها، لأن الاحتياطات قد لا تكون كافية لمواجهة الآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال للمضاربة.

#### 4.1 سياسة استخدام سعر الفائدة:

يعتمد البنك المركزي هذه السياسة في حالة ما إذا كانت العملة ضعيفة، فيقوم هذا الأخير برفع أسعار الفائدة لتعويض خطر انهيار العملة (ترقو، 2011، صفحة 10).

#### 5.1 سياسة سعر الصرف المتعدد:

يقصد بها وضع أكثر من مستوى لأسعار الصرف، كل مستوى يتناسب مع طبيعة نشاط معين يستخدم فيه، ويهدف سعر الصرف المتعدد إلى تعزيز بعض الأنشطة الاقتصادية والحد من الأنشطة الأخرى التي يراها الاقتصاديين غير فعالة، كل هذا لتحقيق الأهداف الاقتصادية (ايوب، 2000، صفحة 80).

#### 2- أهداف سياسات سعر الصرف:

تسعى سياسات سعر الصرف إلى تحقيق جملة من الأهداف، أهمها:

- **تشجيع الصناعات الوطنية:** تعتمد السلطات النقدية سياسة تخفيض أسعار الصرف بغية تنمية الصناعات المحلية، وأبرز مثال لذلك اليابان، حيث تبنت السلطات النقدية اليابانية سياسة تخفيض العملة لحماية السوق الوطني من المنافسة الخارجية من جهة، ولتشجيع صادراتها من جهة أخرى (ترقو، 2011، صفحة 12).

- **مقاومة التضخم:** إن التحسن في قيمة الصرف يؤدي حتما إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد، وبالتالي التحسن في مستوى تنافسية المؤسسات للحفاظ على القدرة الشرائية للمجتمع.

- **إعادة توزيع الدخل:** يلعب سعر الصرف دورا هاما في توزيع الدخل بين فئات المجتمع وبين القطاعات وهنا نميز حالتين: الأولى إذا ارتفع سعر الصرف سيؤدي الى انخفاض القدرة التنافسية لقطاع التصدير، وبالتالي تنخفض أرباح المؤسسات العاملة في القطاع الدولي (المصدرة)، مما يحتم انخفاض القدرة الشرائية للأجور. أما الثانية

إذا انخفض سعر الصرف سيؤدي الى ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير، وبالتالي زيادة أرباح المؤسسات ذات طابع دولي (المصدرة)، مما يحتم ارتفاع القدرة الشرائية للأجور.

- **تخصيص الموارد:** يعتبر سعر الصرف من السياسات التي تجعل الاقتصاد أكثر تنافسية من خلال تحويل الموارد إلى قطاع التصدير، مما يؤدي إلى توسع في قاعدة السلع الدولية أي يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير على حساب السلع المستوردة لتخفيض حجم الاستيراد من السلع (قدي، 2006، صفحة 133).

- **تعديل ميزان المدفوعات:** يمكن للدول معالجة الخلل في ميزان مدفوعاتها، ففي حالة العجز تقوم الدولة بتخفيض قيمة عملتها لتشجيع الصادرات، وبالتالي دخول العملة الصعبة التي تعيد ميزان المدفوعات إلى التوازن.

- **تشجيع رؤوس الأموال:** يعتبر سعر الصرف سياسة مهمة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، فانخفاض سعر صرف العملة المحلية يحفز المستثمرين الأجانب لإقامة استثماراتهم نظراً لانخفاض تكاليف الإنتاج، إضافة إلى ارتفاع القدرة الشرائية للبلد، وهنا يجب أن ننوه إلى ضرورة توفر نظام مصرفي فعال يتسم بالسرعة في المعاملات والتحويلات (ترقو، 2011، صفحة 11).

### ثانياً: العوامل المؤثرة على سعر الصرف:

كثيراً ما نسمع في سوق العملات الأجنبية الحديث عن عملات قوية وعملات ضعيفة، أو الحديث عن ارتفاع سعر عملة معينة في السوق وانخفاض سعر عملة أخرى، فالعملة تعتبر قوية إذا ارتفع سعرها في السوق مقابل أسعار بيع العملات الأخرى، وبالذات الرئيسية منها، وتعتبر ضعيفة إذا انخفض سعرها مقابل هذه العملات. ومجرد ارتفاع أو انخفاض السعر مقابل عدد من العملات حتى لو كان العدد كبيراً، فإن هذا لا يكشف عن قوة أو ضعف لهذه العملة، إذ لا بد وأن تكون هذه العملات عملات مهمة ورئيسية في السوق.



إضافة لذلك فإن ارتفاع وانخفاض سعر عملة معينة في السوق تحكمه أسباب وعوامل أخرى، وهنا لا بد من ذكر أهمية ارتباط هذه العوامل بمؤشرات العرض والطلب في السوق وعلاقتها الوثيقة بتوازنهما، فكما نعرف فإن السبب المباشر لتغير سعر عملة يكمن في عدم التوازن الذي قد ينتج بين عرض هذه العملة والطلب عليه.

توجد العديد من العوامل المهمة التي يمكنها أن تؤثر على سعر صرف العملة لدولة ما، و التي تتمثل في:

**- التغيرات في الميزان التجاري:** لما نقول الميزان التجاري فهنا نشير الى حركة الصادرات والواردات للبلد، لأنه يوجد علاقة تأثير وتأثر مباشرة بين سعر الصرف والميزان التجاري، فإذا كانت الصادرات تساوي الواردات فهذا يعني أن الميزان التجاري في حالة توازن. أما إذا كانت الصادرات أصغر من الواردات فإن الميزان التجاري في حالة عجز، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الأجنبية مقابل انخفاض طلب الأجانب على العملة المحلية، الأمر الذي يحدث معه تدهور قيمة الصرف لعملة البلد. أما إذا كانت الصادرات أكبر الواردات فإن الميزان التجاري حقق فائضا نتيجة تزايد طلب الأجانب على العملة المحلية مقارنة بالأجنبية، وبذلك تزيد قيمة سعر صرف العملة المحلية (مدحت، 1997، صفحة 121).

**- معدلات الفائدة المحلية والأجنبية:** يعد موضوع انتقال أو جذب رؤوس الأموال الدولية هدف تسعى إليه كل دول العالم، ولكن تتجه هذه الأخيرة إلى الدول التي تضع سياسة محفزة ومشجعة لمثل هذه الاستثمارات لما لها من دور كبير في تطوير الاقتصاد وزيادة معدلات النمو. ومن بين السياسات التي تنتهجها الدول لجذب الاستثمارات نجد سياسة الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية، مما يؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال إلى تلك الدولة مصحوبين بعملة أجنبية التي يتم تحويلها إلى العملة الوطنية، والعكس صحيح (الحجار، 2012، صفحة 23).

**- معدلات التضخم:** يعتبر التضخم من أهم العوامل التي تؤثر بصفة مباشرة على قيمة العملة الوطنية، وبالتالي على سعر الصرف عملتها. فإذا ارتفع معدل التضخم في دولة ما فهذا يعني ارتفاع في المستوى العام للأسعار في

الداخل، مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية، وبهذا يدفع الأفراد إلى ارتفاع طلبهم على السلع في الخارج (الأجنبية) بسبب انخفاض أسعارها، وبالتالي يزيد الطلب على العملة الأجنبية مقارنة بالعملة المحلية، مما سيؤدي إلى تدهور قيمة العملة الوطنية، والذي ينعكس على سعر صرفها (الغالي، 2011، صفحة 68).

- **السياسة الضريبية:** إن الإجراءات الضريبية المختلفة التي قد تضع الأموال داخل جيوب الناس أو قد تسحبها تؤثر على سعر العملة، إلا أنه في أوقات متعددة تكون مثل هذه السياسات و الإجراءات مهمة، و يجب أن تأخذ في الحسبان لها من آثار على الدخل وحوافز الإنتاج، وبالتالي الأسعار والصادرات والميزان التجاري.

- **عوامل أخرى:** إضافة إلى العوامل المذكورة سابقاً، هناك عدة عوامل تؤثر في سعر الصرف، نذكر منها: التدخلات الحكومية، العوامل السياسية والعسكرية، والإشاعات والأخبار (بوخاري، 2010، صفحة 126).

### المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسعر الصرف

حاول الكثير من الاقتصاديين تقديم تفسير لكيفية تحديد أسعار الصرف من خلال مجموعة من النظريات، وتفصيلها في الآتي:

#### أولاً: نظرية تعادل القوة الشرائية (PPA):

ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية خلال الحرب العالمية الأولى، حينها ظهرت الحاجة لتحديد أسعار تعادل بين عملات الدول التي كانت قد تخلت عن قاعدة الذهب خلال فترة الحرب، مما أدى بها إلى اختلال في موازين مدفوعاتها نتيجة الاضطرابات والتذبذبات الحادة لأسعار الصرف، وهنا ظهر الاقتصادي غوستاف كاسل (Caustave Cassel) سنة 1929 بنظريته الحديثة نظرية تعادل القوة الشرائية، التي يقوم مبدأ هذه النظرية على سعر التعادل بين عملتين يتحدد عندما تتعادل القوة الشرائية لعملة كل دولة في سوقها المحلي مع قوتها

الشرائية في سوق دولة أخرى، وعليه فإن وبموجب هذه النظرية فإن العلاقة بين هذه العملية تتحدد تبعا للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كلا من الدولتين، ومنه فإن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار بالنسبة لكلا الدولتين.

## 1. صيغ نظرية تعادل القوة الشرائية:

### 1.1 الصيغة المطلقة للنظرية:

تفيد هذه الصيغة أن: النظرية المطلقة لتعادل القوة الشرائية تفترض أن سعر الصرف بين العملتين يساوي نسبة مستويات الأسعار في كلا البلدين (Salatore, 2008, p. 554).

يعتمد هذا النموذج على ما يسمى بقانون السعر الواحد، ففي ظل نظام سعر الصرف الحر فإن سعر الصرف التعادلي بين دولتين يساوي النسبة بين مستوى الأسعار للدولتين (شقيري م.، 2008، صفحة 99)، أي أن سعر الصرف يتوقف على القوة الشرائية للعملتين، ويتحدد بإيجاد نسبة بين مؤشرات الأسعار بين

$$E(0) = \frac{PH}{PF}$$

البلدين (duferonts & mathieu, p. 06)، ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

حيث:  $E(0)$ : تمثل سعر صرف العملة الأجنبية مقابل سعر صرف العملة المحلية.

$PH$ : الرقم القياسي للأسعار في البلد المحلي.

$PF$ : الرقم القياسي للأسعار في البلد الأجنبي

### 1.2 الصيغة النسبية للنظرية (PPAR):

تقتضي هذه النظرية أنها تراعي التغيرات التي تحدث في سعر الصرف التوازي من فترة إلى أخرى (condert, 1999, p. 03). وانطلاقا مما سبق نستنتج أن هذه الصيغة النسبية لا تفترض في سعر الصرف تساوي الأرقام القياسية بل تأخذ بعين الاعتبار معدلات التضخم لما لها من تأثير مباشر على سعر الصرف بحيث أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة، ومن ثم سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية،

وبالتالي ترتفع أسعار المنتجات الداخلية، مما ينعكس تلقائياً على الطلب على المنتجات المحلية وتنخفض، ويرفع معه الطلب على المنتجات الدولية، وبالتالي ظهر سعر صرف توازني جديد، يحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{سعر الصرف التوازني الجديد} = \frac{\text{نسبة تغير سعر الصرف}}{\text{سعر الصرف القديم}}$$

$$\text{نسبة التغير في سعر الصرف} = \frac{\text{نسبة التضخم المحلي}}{\text{نسبة التضخم الأجنبي}}$$

تقوم هذه العلاقة على مبدأ مفاده أن الدول تتأثر بمعدلات التضخم خاصة العالية منها، مقارنة مع الدول التي تتعاون معها، وبهذا تقبل تدهور قيمة عملتها مقابل عملات الدول، مما يؤثر على مبادلاتها التجارية (درقال، 2011، صفحة 35).

### 3. 1 الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية<sup>1</sup>:

- تغاضت النظرية عن حركة رؤوس الأموال كعنصر أساسي في تحديد أسعار الصرف.
- وضع كينز أن النظرية لم تتحدث تماماً عن نفقات نقل السلع بين الدول، بالإضافة إلى الرسوم الجمركية أيضاً هي عامل يؤثر على سعر الصرف وعلى الواردات والصادرات.
- تعتمد النظرية على تعادل القوة الشرائية الداخلية للعملة مع القوة الشرائية الخارجية للعملة، لكن يمكن للدولة منح إعانات لإنتاج بعض المواد الغذائية، وبالتالي تخفيض مستوى الأسعار وفي هذه الحالات هذه النظرية تصبح غير صالحة الاستعمال.
- من افتراضات النظرية وجود علاقة نسبية من مستوى الأسعار وسعر الصرف لكن في الحقيقة أن السبب هو الأسعار والنتيجة هي سعر الصرف أي أن مستوى الأسعار هو الذي يحدد سعر الصرف في حين

<sup>1</sup> بالرغم من كل هذه الانتقادات الموجهة لهذه النظرية إلا أنها مرجع للعديد من الباحثين والاقتصاديين لأنها أعطت تفسيراً لحركة أسعار الصرف على المدى الطويل خاصة في حالة اختلاف معدلات التضخم السائدة في الدول ذات الاقتصادات الضعيفة.

تظهر العلاقة العكسية أحيانا كأن تفرض الدولة رسوم جمركية من شأنها أن ترفع في قيمة العملة في الخارج دون أن يصاحبها ارتفاع الأسعار في الداخل.

- تنحصر هذه النظرية على ميزان العمليات الجارية وليس ميزان المدفوعات بأكمله.
- لم تتمكن النظرية من إعطاء تنبؤات لتقلبات أسعار الصرف في الأجل القصير (مدحت، 1997، الصفحات 131-132).

- أهملت النظرية عوامل كثيرة من شأنها أن تؤثر في تحديد الصرف منها: أسعار الفائدة، المضاربة، الدخل.
- أهملت النظرية تغيرات أذواق المستهلكين وظهور سلع بديلة في مستويات الأسعار المحلية، ومن ثم تأثيرها على حساب السعر (فخري، 2011، صفحة 22).

ثانياً: نظرية تعادل أسعار الفائدة (سعر الخصم):

أكدت العديد من النظريات الاقتصادية أن كيفية تحديد سعر الصرف يرتبط بعدة عوامل منها العوامل أو المتغيرات المالية، وهي عديدة أهمها أسعار الفائدة المحلية والأجنبية، كذلك الأصول النقدية والمالية كعرضها والطلب عليها (اليوسف، 2004، صفحة 07).

### 1- التعريف بالنظرية:

أول من صاغ نظرية تعادل أسعار الفائدة هو الاقتصادي جون مينارد كينز سنة 1923 من خلال قوله أن: سعر الصرف الآجل يتبع تغيرات أسعار الفائدة ("جديدن، 2004، صفحة 27). فالنظرية خصت بالتحديد نظام سعر الصرف العائم (المرن)، فأسعار الصرف العاجلة والآجلة تتأثر بتغيرات معدلات الفائدة لأنها تعتبر متغير أساسي مفسر للانحرافات المؤقتة لأسعار الصرف عن قيمتها التعاقدية (Yves, 1981, p. 69).

حسب هذه النظرية إن للمستثمرين فرصة الحصول على معدلات ربح أكبر في الخارج عن تلك الممكن الحصول عليها في الداخل، عند توظيفهم لأموالهم في دولة تسود فيها معدلات فائدة مرتفعة مقارنة مع معدلات الفائدة السائدة في السوق المحلي، لأن الفرق بين معدلات الفائدة الداخلية والخارجية يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل (درقال، 2011، صفحة 39).

نظرية تعادل معدلات الفائدة نظرية تبين العلاقة بين السوق النقدي وسوق الصرف (حمدي، 1998، صفحة 55) من خلال مبدأ أن تغير أسعار الفائدة في بلدين لابد، وأن يؤثر في نسبة تغير سعر الصرف، وإذا طرأ اختلاف في أسعار الفائدة بين هذين البلدين حتما سيؤثر على العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية سواء بالزيادة أو النقصان (زراقة، 2016، صفحة 29).

من خلال هذه النظرية تؤثر معدلات الفائدة السائدة في دولتين بعد فترة زمنية معينة على سعر الصرف عملي هاتين الدولتين بعد تلك الفترة، أي تنخفض قيمة عملة بلد معين مقابل عملة بلد آخر بعد مدة زمنية، إذا كان معدل الفائدة بعد تلك المدة في ذلك البلد أكبر من معدل الفائدة بعد نفس المدة السائدة في البلد الآخر، والعكس صحيح (لطرش، 2003، صفحة 104). ويمكن أن تتم العملية كالاتي:

يمكن للمستثمرين توظيف أموالهم  $M$  في أسواقهم المحلية لمدة سنة مثلا ويحصلون في نهاية التوظيف على  $M(1+i_1)$  (حيث  $i_1$ : معدل الفائدة ) يجب أن يكون هذا المبلغ مساويا حسب النظرية للمبلغ المحصل عليه عند تحويل الأموال إلى عملة أجنبية بسعر صرف آني وتوظيفهما في أسواق أجنبية بمعدل فائدة  $i_2$  ( حيث  $i_2$  معدل الفائدة الأجنبي الاسمي)، وإعادة بيعها بالأجل بشكل يمكن من الحصول مجددا على المبلغ بالقيمة المحلية. ويمكن التعبير عن ذلك رياضيا كما يلي:

$$M(1+i_1) = \frac{M}{C_c}(1+i_2)C_a \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن  $C_c$ : سعر الصرف الآتي،  $C_a$ : سعر الصرف العاجل،  $I_1$ : سعر الفائدة الرسمي المحلي.  
 $I_2$ : سعر الفائدة الاسمي الأجنبي:  
 ومن المعادلة (1) نستنتج أن:

$$\frac{C_a}{C_c} = \frac{1+i_1}{1+i_2} \dots\dots\dots (2)$$

وبطرح (1) من طرفي المعادلة (2) نحصل على:

$$\frac{C_a}{C_c} - 1 = \frac{1+i_1}{1+i_2} - 1$$

$$\frac{C_a - C_c}{C_c} = \frac{i_1 - i_2}{1+i_2} \dots\dots\dots (3)$$

وإذا كان معدل الفائدة صغير جدا يمكن كتابة المعادلة (3) على الشكل الآتي:

$$\frac{C_a - C_c}{C_c} = i_1 - i_2$$

### 2- الانتقادات الموجهة لهذه النظرية:

واجهت هذه النظرية عدة انتقادات، أهمها:

- الرقابة على الصرف تعتبر من القيود التي تعرقل حركة تدفقات رؤوس الأموال.
- ارتفاع عملية المضاربة التي من شأنها أن تؤثر على عملية التحكيم.
- لا تعتبر معدلات الفائدة متغير يمكن من توجيه سلوك المحكمين.

### 3- صيغ نظرية تعادل أسعار الفائدة:

لنظرية تعادل أسعار الفائدة، صورتان هما:

- أسعار الفائدة المغطاة: وهي تمثل العلاقة بين سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل، انطلاقا من انحرافات معدل الفائدة.

- أسعار الفائدة غير المغطاة: وهي تمثل التوقعات المستقبلية لأسعار الصرف التي تعطى بالعلاقة التالية:

$$Ca \frac{Ca - Cc}{Cc} = i1 - i2$$

إذا كانت  $i2 > i1$  يتوقع انخفاض العملة المحلية.

### ثالثاً: نظرية الأرصدة

ينطلق أساس هذه النظرية من التغيرات التي تحدث على مستوى أرصدة ميزان المدفوعات، فإذا كان رصيد ميزان المدفوعات سالبا فهذا يعني أن الواردات أكبر من الصادرات، وهذا ما يؤكد على زيادة عرض العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، وبالتالي تنخفض قيمة العملة في الخارج. أما إذا كان رصيد ميزان المدفوعات موجبا (أي أن الواردات > الصادرات) فهذا يدل على أن هناك زيادة في الطلب على العملة المحلية، وبالتالي ترتفع قيمة العملة المحلية في الخارج. أما إذا كان رصيد ميزان المدفوعات يحقق توازن (أي أن الواردات = الصادرات)، فهذا يدل على أن عرض العملة المحلية هو مساوي لمستوى الطلب على العملة المحلية في السوق الأجنبي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن القيمة الخارجية للعملة المحلية تتمتع بالثبات (عباس، 2013، صفحة 115).

### رابعاً: نظرية كفاءة السوق

أولا يجب معرفة مفهوم السوق الكفاء الذي ظهر في بداية السبعينات من قبل الاقتصادي Eugene Fama، والذي يمكن تعريفه بأنه ذلك السوق التي تعكس فيه الأسعار على درجة السرعة لكل المعلومات المتاحة وبدون أي تكلفة، حيث أن الكفاءة في أسواق الصرف تعني أن تنبؤات الاقتصاديين حول القيم المستقبلية لسعر الصرف تكون في شكل سعر صرف آجل والتسعيرة الآجلة يمكن اعتبارها كمؤشر من دون مضاربة على السعر الآني، حيث لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب.



يتميز السوق الكفاء برخص تكاليف المعاملات وتغيرات أسعار الصرف تتسم بالعشوائية (دوحة، 2015،  
صفحة 40).

#### خامسا: النظرية الإنتاجية

تبين هذه النظرية أن القيمة الخارجية لعملة الدول تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي، فإذا افترضنا مثلا ارتفاع معدلات الإنتاج لسبب ما كاستخدام كافة الوسائل والإمكانيات البشرية وزيادة ساعات العمل، فإن هذا الأمر سوف ينتج عنه مباشرة زيادة الإنتاج بصورة كبيرة، وبالتالي فائض في الإنتاج، فبينما كان سعر المنتج سابقا فإن هذه الحالة تمكننا من بيع نفس المنتج بسعر أقل، ومعنى ذلك انخفاض الأسعار، وعليه تصبح الدولة تصدر بدلا من الاستيراد، وعملية التصدير تتطلب زيادة الطلب على العملة الوطنية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار صرفها.

#### سادسا: نظرية ماندل - فلمنج في تحديد سعر الصرف:

يعود هذا النموذج لسنة 1963 بفضل الأعمال التي قام بها ماركوس فلمنج (1962) وروبرت ماندل (1963)،  
ويستخدم هذا النموذج للتنبؤ بقيمة العملات في المستقبل، ويركز على تحليل فاعلية سياسيات الاستقرار  
الاقتصادي في الاقتصاد المفتوح.

يتعرض النموذج إلى تحليل أثر توازن ميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف في اقتصاد مفتوح صغير نسبيا  
الذي لا يؤثر على أسعار الفائدة في باقي دول العالم، ثم يفترض ثبات مستوى أسعار الفائدة، والذي يعتبر متغير  
خارجيا.

يعتبر النموذج أن مستوى التوازن الناتج مع سعر الفائدة، الذي يترتب عليه في اقتصاد مفتوح فائض أو عجز في ميزان المدفوعات توازنا مؤقت أو ظاهريا، و حتى يتحقق التوازن لا بد من الاستجابة لشروط توازن سوق السلع، و توازن سوق النقود، بالإضافة إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات.

ومما سبق يمكن استنتاج أن هناك علاقة إيجابية بين ميزان المدفوعات و سعر الصرف و النشاط الاقتصادي في الدول الأجنبية، ومستوى أسعار الفائدة المحلية، كما أن هناك علاقة عكسية بين ميزان المدفوعات ومستوى النشاط الاقتصادي المحلي و مستوى أسعار الفائدة الأجنبية، وتؤدي الزيادة في النشاط المحلي و أسعار الفائدة الأجنبية إلى انخفاض النشاط الاقتصادي الخارجي وانخفاض قيمة العملة المحلية.

### المطلب الرابع: سوق الصرف

لإجراء معاملات اقتصادية دولية يتطلب من المتعاملين استخدام النقود كوسيلة للتبادل، فكل دولة تصدر عملة خاصة بها لكي تتعامل بها داخل حدودها القانونية، فلا تقبل أي عملة غير ذلك أما بالنسبة للمنتجين الذين يتعاملون على الصعيد الدولي (مصدرين/مستوردين) يتوجب عليهم تحويل عملتهم الوطنية إلى عملات أجنبية، والوسيط الذي تتم عن طريقه تسليم واستلام (بيع و شراء) العملات العالمية المختلفة هو سوق الصرف الأجنبي(بكري، 2003، صفحة 301).

### أولا : مفهوم سوق الصرف وخصائصه:

يعرف سوق الصرف الأجنبي على أنه فضاء لالتقاء بائعين ومشتريين لمختلف العملات العالمية في كل مكان وزمان، ليتم الاتفاق على المعلومات والآليات والأنظمة المختلفة لغرض الاستفادة من فروقات الأسعار، ولتلبية احتياجات العملية التبادلية للسلع والخدمات والأصول المالية والموارد الأخرى(معروف، 2006، صفحة 281).

ويعرف أيضا على أنه السوق الذي يتم فيه تبادل العملات الأجنبية مقابل عملات وطنية أو محلية، فإذا تم التبادل في نفس اليوم يسمى صرف فوري، أما إذا تم الاتفاق على الدفع المستقبلي يسمى بالصرف الأجل (Siroén, 1993, p. 78).

ولسوق الصرف عدة خصائص نجمالها فيما يلي (دوحة، 2015، الصفحات 58-59):

- تتسم الأدوات والآليات التي يتم التعامل بها في سوق الصرف التطور التكنولوجي.
- يتميز سوق الصرف الأجنبي بالحساسية المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية، ودرجة مخاطر مرتفعة، وتتأثر هذه الأسواق بعوامل عديدة نذكر أهمها: **العوامل الاقتصادية والسياسية** (الحالة الاقتصادية السائدة في البلد، الدورات الاقتصادية، حركة رؤوس الأموال للخارج، السياسات الضريبية وأسعار الفائدة وكذا ميزانية الدولة، الاستيراد والتصدير، وضعية ميزان المدفوعات، والظروف السياسية وأحداث المجتمع).
- وعوامل فنية (العرض والطلب على العملات الأجنبية، ظروف السوق النقدي والسوق المالي (زراعة، 2016، صفحة 19).

ثانيا : تقسيمات سوق الصرف:

يوجد نوعان من أسواق الصرف هما: أسواق الصرف العاجلة (الفورية) وأسواق الصرف الآجلة.

1. سوق الصرف العاجل أو الفوري (spot exchange rate):

هو السوق الذي يتم فيه التسوية (البيع و الشراء) بالعملة الأجنبية وفقا لسعر الصرف العاجل (الآلي)، أي يتم

التسليم والتسلم في الحال (بلييوض، 2017، صفحة 15). أو يومين كأقصى حد ابتداء من تاريخ عملية البيع

أو الشراء تتيح هذه الفترة للمتعاملين لتسوية التزاماتهم المالية عبر حساباتهم المصرفية (وتسمى أيضا بالمعاملات الفورية) أما سعر الصرف المتعامل به يسمى بالسعر العاجل أو الفوري (زراقة، 2016، صفحة 20).

ويتميز هذا السوق بما يلي (زيان، 2013، الصفحات 44-45):

- نشاط أسواق الصرف العاجلة و العمل بدون انقطاع بسبب اختلاف التوقيت الزمني بين المراكز الدولية المختلفة.
- تلجأ إليها البنوك المركزية من أجل التأثير على مستوى العرض والطلب للعملة خاصة في ظل نظام التعويم.
- غالبا ما ينشط نوعين من الأسواق في ظل أسواق الصرف العاجلة، وهما سوق الصرف الرسمي وسوق الصرف الموازي.

## 2. أسواق الصرف الآجلة (Forward Exchange rates):

يتم الشراء والبيع في أسواق الصرف الآجلة بالسعر السائد لحظة إبرام العقد (السعر الفوري)، أما التسليم والدفع فيتم في تاريخ لاحق يعرف بتاريخ التصفية. وهنا يتبين الفرق بين مختلف السوقين العاجل والآجل في تاريخ التسليم والدفع، والغرض من المعاملات الآجلة هو التغطية ضد خطر الصرف الناتج عن الاضطرابات التي يعرفها سعر الصرف (مرغيث، 2012، صفحة 09).

تتسم أسواق الصرف الآجلة بالمعاملات المستقبلية، حيث يتم فيها الاتفاق بين البائع و المشتري على أساس سعر الصرف العاجل لكن يتم التسليم والاستلام بحلول فترة زمنية متفق عليها. ويحسب سعر الصرف الآجل على أساس سعر الصرف العاجل كما يلي (زيان، 2013، صفحة 32):

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف العاجل} + \text{تكلفة الفترة}$$

ويتميز هذا السوق بما يلي:

- العقود المتداولة في سوق الصرف الآجل هي عقود نمطية.
- عدم تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الآجل، وهذا ما يزيد من حدة عمليات المضاربة.
- لا تسعر الأسعار الآجلة في البورصة.

ثالثا : المتعاملون في أسواق الصرف:

يتحدد سعر الصرف في سوق الصرف بتدخل المتعاملين الذين لديهم دوافع للتعامل في مثل هذا السوق، وكما

يلي (ياني، 2012، صفحة 37):

### 1. البنوك المركزية:

من المعروف أنه من وظائف السلطات النقدية، إدارة احتياطات الدولة من ذهب و عملات أجنبية، حيث تتدخل البنك المركزي بائعا أو مشتريا للعملات الأجنبية لتوجيه سياسته النقدية حسب أهدافه المرجوة، وكذلك للمحافظة على قيمة العملة الوطنية الأجنبية، ويتدخل البنك بائعا للعملات الأجنبية عندما يكون هنالك طلب متزايد على شراء العملة الوطنية (شقيري م.، 2008، الصفحات 36-37)، ويمكن للبنك المركزي أن يؤثر في سعر الصرف من خلال:

- تغيير الأسعار النسبية للأصول المحلية والأجنبية، حيث تعترض السلطات النقدية شراء المواطنين للعملة الأجنبية عن طريق شرائها للسندات المحلية.
- توقعات أن المتعاملين يعتقدون أن السلطات النقدية لديها معلومات أكثر من تلك التي يجوزهم حول أسواق الصرف، فإنهم يتصرفون وفقا لاتجاه تدخل الحكومة فإذا كان التدخل في شكل شراء العملة فإن سعر الصرف ينخفض (صادق، 1996، صفحة 27).

## 2. البنوك التجارية:

تمثل الوظيفة الأساسية للبنوك التجارية في قبول الودائع من الأفراد والمؤسسات وإعادة منحها على شكل قروض، إذ تستقبل البنوك ودائع بالعملة الأجنبية، وتقوم بعمليات لحساب زبائنها بيع أو شراء العملات، عمليات التحكيم،... الخ (دوحة، 2015، صفحة 61).

حيث تتدخل البنوك التجارية في سوق الصرف بهدف تنفيذ أوامر زبائنها وتقوم بعملية المقاصة بتوجيه الفائض (العرض) أو العجز (الطلب) إلى السوق، وتستعين البنوك التجارية بأنظمة اتصال متطورة، تمكنها من إيجاد متعاملين بطريق سريعة (زيان، 2013، صفحة 35).

## 3. سمسرة الصرف:

هم عبارة عن وسطاء يتدخلون في سوق الصرف لكن لا يعملون لحسابهم الخاص، بل يمثلون مجموعة من الزبائن الذين يرغبون في القيام بعملية صرف العملة الوطنية مقابل عملة أجنبية أو العكس، ويقومون بضمان الاتصال الدائم بالبنوك وتزويدهم بمختلف المعلومات عن التسعير بيعة وشراء (قدي، 2006، صفحة 109).

ومع تطور العمل المصرفي ظهر ما يعرف بالسمسرة الالكترونيين، وهم عبارة عن شبكات تنشط في أسواق الصرف الدولية، تقدم مختلف أسعار العملات الدولية، وتمنح أيضا خدمات استشارية مقابل عمولات (وهو ما يسمى ببيوت السمسرة)، وتتم مكافئتهم من طرف لجنة السمسرة (دوحة، 2015، صفحة 63).

## 4. المستخدمين التقليديون:

وهم المستوردون، المصدرين، السياح أي المستثمرين الذين يرغبون باستبدال العملة المحلية بالعملة الأجنبية قصد تسوية بها معاملاتهم التجارية، بالإضافة إلى المضاربين من أفراد، مدرء، تجار الذين يتاجرون في العملات الأجنبية

بهدف تحقيق أرباح في المدى القصير، ويعتبرون طالبون و عارضون مباشرين للعمليات الأجنبية، وعادة ما يعملون عن طريق تقديم أوامر الشراء والبيع إلى البنوك التجارية (بكري، 2003، صفحة 310).

### المبحث الثاني: الأسواق المالية (المفهوم والأدوات)

تحتل الأسواق المالية مكانة هامة في الاقتصاد، فهي عبارة عن فضاء تتداول فيه مختلف الأوراق المالية بين المتعاملين الاقتصاديين من أفراد ومؤسسات. وتعتبر البورصة الهيئة الرسمية التي تاطر عمل تلك الأوراق المالية عن طريق وسطائها الماليين الذين بدورهم يتوسطون المعاملات ويتبعون بالأوضاع التي سوف يكون عليها السوق عن طريق المؤشرات المالية.

على هذا النحو سنتناول في هذا المبحث كل ما يتعلق بالسوق المالي من مفهوم السوق المالي وتقسيماته، ثم البورصة ومؤشراتها، ثم نتطرق إلى الأسواق المالية الناشئة.

### المطلب الأول: عموميات حول الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية الفضاء الذي يضم العديد من الأسواق، وفي هذا المطلب سنتعرف على السوق المالي ومكوناته.

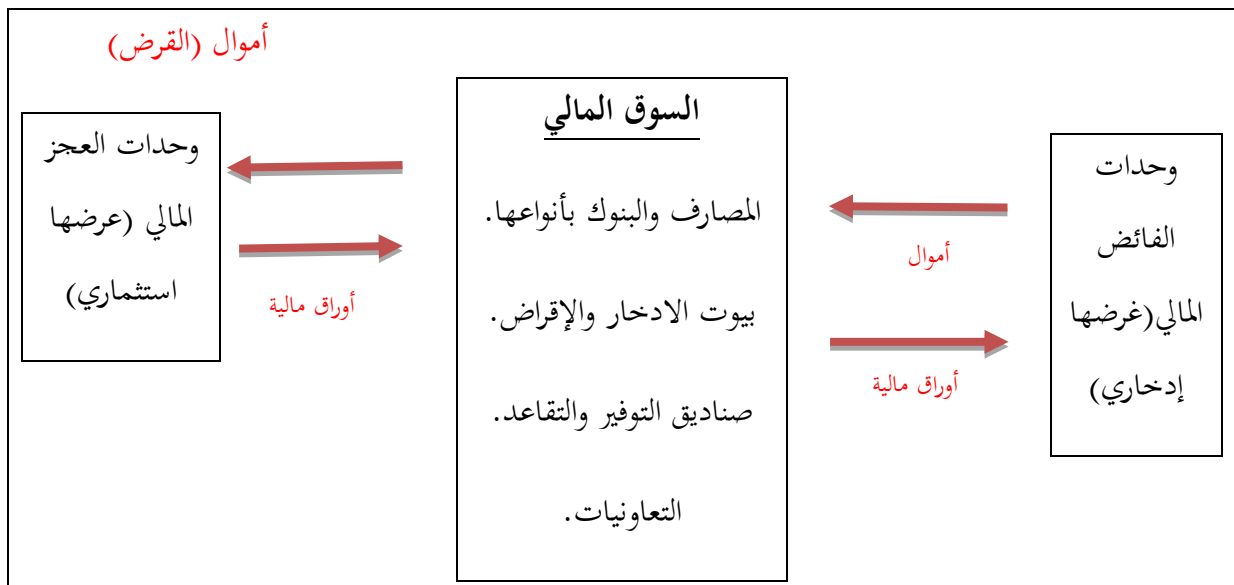
### أولاً: مفهوم السوق المالي وتقسيماته:

#### 1. تعريف الأسواق المالية:

يعرّف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخّرة التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار، غير فئات متخصصة عاملة في سوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة (عزمي و التميمي، 2004، صفحة 110).

ومن التعريف السابق يمكن اعتبار الأسواق المالية وسيلة يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية في الاقتصاد من المشتريين والبائعين، وذلك من خلال تبادل مختلف الأصول المالية من العارضين والطلبين لرؤوس الأموال، حيث يتواجد داخلها هيئات ومؤسسات وسيطة، هدفها تنظيم وتسيير العمليات بالاعتماد على القوانين واللوائح. والشكل رقم 01 الموالي يوضح ميكانيزم الأسواق المالية:

### الشكل رقم 01: ميكانيزم الأسواق المالية



المصدر: (عزمي و التميمي، 2004، صفحة 111)

## 2. تقسيمات السوق المالي:

تقسم الأسواق المالية وفقا لعدة معايير ومن بين المعايير الأكثر شيوعا المعيار القائم على أساس أجال المعاملات المالية، فحسب هذا المعيار تنقسم الأسواق المالية إلى سوقين رئيسيين، هما: السوق النقدي، وسوق رأس المال. وفيما يلي تفصيل لمختلف الأسواق (الهوري، 2006، صفحة 38).

### 1.2 السوق النقدي:



السوق النقدي هو الشق الأولي للسوق المالي، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، فهو عبارة عن سوق يتم من خلاله عملية الاقتراض والإقراض بين البنوك سواء محلية أو أجنبية والمؤسسات المالية، يتأثر السوق النقدي بنوعية السياسة النقدية المنتهجة من قبل الدولة، ويرتكز على عامل أساسي مهم وهو سعر الفائدة (حنفي، 2000، صفحة 255).

إن السوق النقدية لا تحدد بمبكل تنظيمي، فهي تتشكل من مجموعة البنوك والمؤسسات المالية، ولهذا تتميز بدرجات عالية من الأمان ومخاطر منخفضة لا سيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز المالي القوي. وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية (بوكساني، 2006، صفحة 42):

- سوق قصيرة الأجل، حيث ينحصر مجال استحقاق أدواتها من يوم واحد إلى سنة.
  - سيولة مرتفعة ومرونة عالية.
  - تتميز بقدرتها على تجميع المدخرات السائلة في خلق استثمارات قصيرة الأجل.
  - الأدوات المالية الأكثر شيوعاً والمتداولة في سوق النقد هي: الأوراق التجارية، الكمبيالات وأدوات الخزينة.
- وينقسم السوق النقدي إلى فرعين على أساس نوع العمليات التي تتم في كل منهما، وهي كالاتي (متولي، 2010، صفحة 94):

- سوق ما بين البنوك (سوق الخصم): يتم على مستوى هذا السوق عملية خصم الأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية، الكمبيالات، أذونات الخزنة، حيث يتأسس البنك المركزي جلسات هذا السوق باعتباره بنك البنوك من جهة، ويعتبر المتدخل الأساسي الفاعل في هذا السوق من جهة أخرى بالإضافة إلى البنوك التي تمثل الجهة العارضة لأوراقها لغرض إعادة خصمها لدى البنك المركزي.

- سوق القروض قصيرة الأجل: ويشمل هذا السوق على مختلف العروض والطلبات على القروض قصيرة الأجل، والمتدخلون الأساسيون في هذا السوق هم الأفراد أصحاب الشركات، والبنوك التجارية، بالإضافة إلى المؤسسات المالية التي تمنح الائتمان قصيرة الأجل.

## 2.2 سوق رأس المال:

اتفقت تعريفات سوق رأس المال في مجملها على فعالية دوره التحويلي للنشاط الاقتصادي، فقد عرف سوق رأس المال على أنه السوق الذي يهتم بالاستثمارات طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن السنة، والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات للأوراق مالية طويلة الأجل، وذلك من خلال طريقتين: إما يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المتداولة، وبالتالي يوفرون لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها. أو تقوم المنشآت المالية مثل: البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق (هالي، 2002، الصفحات 15-19).

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين هما: الأسواق الحاضرة والأسواق الآجلة.

أ- الأسواق الحاضرة: هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل، حيث يتم التسليم والاستلام فيها فوراً أي وقت تسوية الصفعة، وتنقسم هذه الأسواق بدورها إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية (مرعي، 1997، صفحة 09).

## - الأسواق الأولية أو سوق الإصدارات (the primary market):

هي تلك الأسواق التي يتم فيها إصدار وبيع وشراء الأوراق المالية للمرة الأولى من قبل الجهات المصدرة لتلك الأوراق (مطاوع، 2001، صفحة 26). وفي هذه الأسواق تكون العلاقة فيها مباشرة بين مصدر

الأسهم والمكتبتين الأوائل لها، سواءً التمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة(مناصرية، 2016، صفحة 108).

تمت العمليات في هذا السوق في شكل صورتين: عمليات مباشرة وعمليات غير مباشرة. فالعمليات المباشرة هي العمليات التي تتم عندما يجري بيع مختلف الأوراق المالية المصدرة من الشركة إلى الجمهور من أعوان اقتصادية ومؤسسات مباشرة، وهي عمليات تتميز بارتفاع تكاليفها (لأن البحث عن المشتري ممكن أن يأخذ مدة زمنية مما يرفع تكلفة العملية). أما العمليات الغير مباشر فهي عمليات تتم عندما يجري بيع الأوراق المالية من خلال تدخل وسيط مالي سواءً كان مؤسسة مالية أو بنك استثماري، وتكون التكاليف في هذه العملية أقل من سابقتها(مناصرية، 2016، صفحة 108).

#### - الأسواق الثانوية أو سوق التداول (the secondary market):

هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، ويتم تداولها بين المستثمرين(حنفي، 2001، صفحة 41). ففي السوق الثانوية تحدد قيم أدوات الاستثمار من خلال التقاء العرض والطلب بمختلف الوسائل، وهذا ما يدل على أن السوق الثانوية هو مكان يوفر القوانين اللازمة لتنظيم عملية التبادل الأوراق المالية بين المتعاملين وكذلك توفير السيولة اللازمة لتحويل إلى نقد في الطلب. ومن هنا نستنتج أن للسوق الثانوية وظيفتين رئيسيتين هما: اكتشاف السعر وتوفير السيولة(محفوظ، 2002، الصفحات 59-60)، وهذا هو جوهر الاختلاف بين السوق الأولية والسوق الثانوية، بالإضافة إلى أنه يوجد عدة فروق تبين السوقين نلخص أهمها في الجدول الموالي:

الجدول رقم 01 : مقارنة بين السوق الأولية والسوق الثانوية

السوق الثانوية	السوق الأولية
تداول الأوراق المالية	إصدار الأوراق المالية
التعامل في الأوراق المالية يتم بين المستثمرين ولا علاقة للشركة	الشركة المصدرة للأوراق المالية طرف في التعامل
توظيف المدخرات وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية	تعمل على توظيف المدخرات
المؤسسات المختصة في جمع الأموال: البنوك المؤسسات المالية المختصة، وكلاء الصرف... الخ	المؤسسات المختصة في جمع الأموال: الخزينة، البنوك، صناديق، الادخار... الخ

المصدر: (مناصيرية، 2016، صفحة 109).

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين أساسيين، هما:

- **السوق المنظمة (سوق الرسمية):** هي تلك الأسواق التي تأخذ شكل البورصات ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية، بحث تتولى التعامل بالأوراق المالية ذات طابع الرسمي (مقننة)، ويكون لها مكان محدد للتداول هذه الأوراق مثل: بورصة لندن، بورصة كوالا لومبور (Belras, 2008, p. 79).

- **السوق الغير منتظمة:** يطلق عليها أيضا السوق الموازية لأنها سوق غير منظمة من طرف هيئة تنظيمية عكس البورصة، إضافة إلى ذلك يتم تداول الأوراق المالية الغير مستوفية لشروط الإدراج في البورصة من خلال الوسطاء الماليين، وتعتبر من الأسواق المفاوضة، لأن الأسعار فيها تتحدد من خلال التفاوض بين المشاركين في هذا السوق سواء رجال أعمال أو سماسرة موزعين في كافة أنحاء العالم، تربطهم شبكة اتصالات قوية ووسائل الاتصال السريعة و المتطورة، التي توفرها لهما المعلومات الخاصة بالأوراق المالية لحظة بلحظة، لهذا يعتبرونها سوق غير مركزية لأن عملية البيع والشراء لا تتم في مكان واحد (مناصيرية، 2016، صفحة 110).

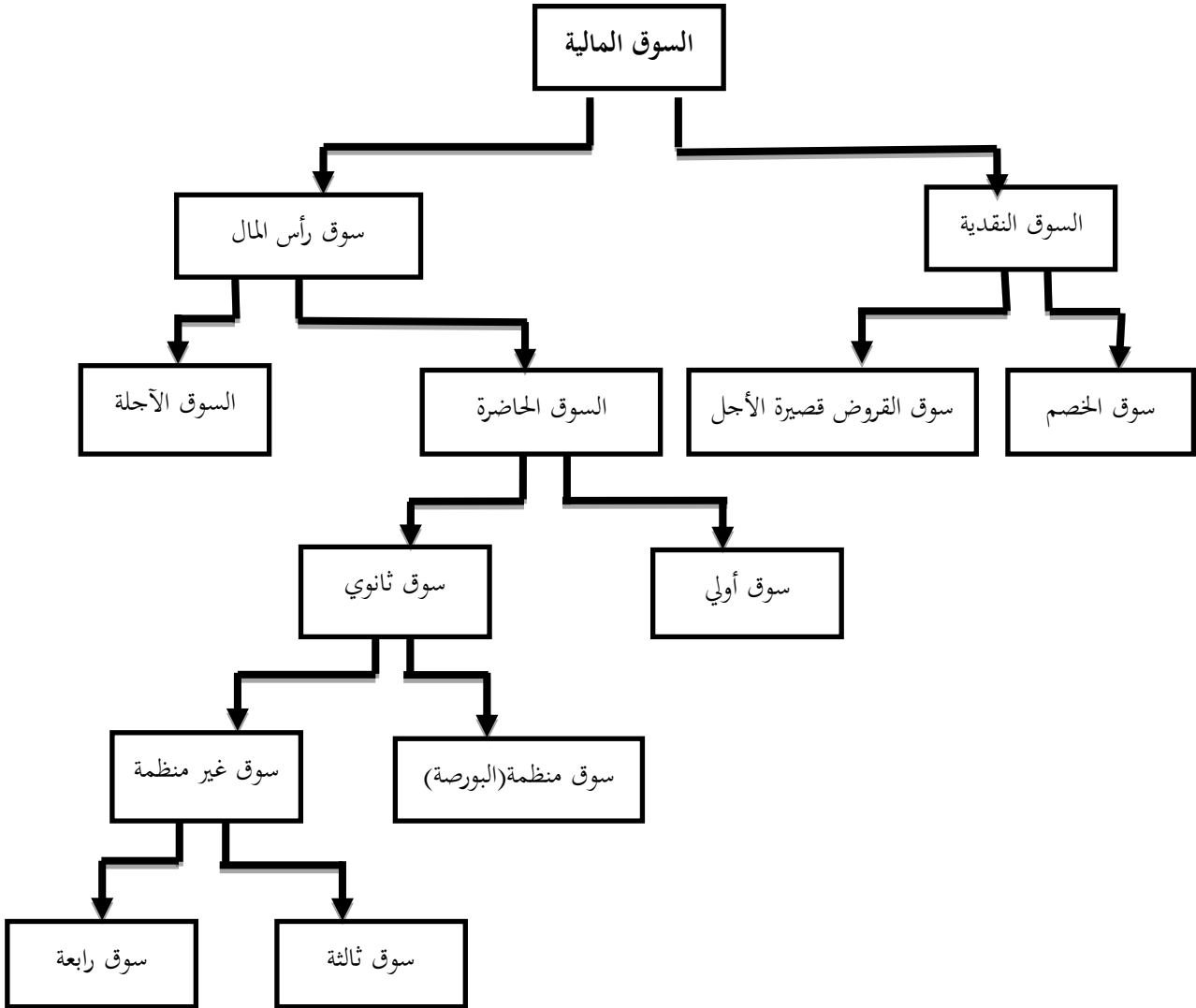
يتميز هذا السوق بالديناميكية المفرطة، المرونة العالية، استعمال وسائل الاتصال الحديثة والمتطورة، انتشار هذه الأسواق في جميع أنحاء العالم، وتتميز كذلك بالعالمية لأن المتدخلون فيها يكونون من جنسيات مختلفة (جودة، 2000، صفحة 24).

تضم السوق الغير منظمة نوعان من الأسواق، هما:

- **السوق الثالثة:** هي جزء من السوق الغير منظم، حيث يكون هذا السوق من بيوت السماسرة الغير الأعضاء في السوق المنظم (البورصة)، الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية. ويتميز هذا السوق بمؤسسات السمسرة نشطة (وهي مؤسسات كبيرة تتاجر في الأوراق المالية بكميات ومبالغ كبيرة تسمح لها أن تنافس المتخصصين في الأسواق المنظمة)، انخفاض تكاليف المعاملات مقارنة بالسوق المنظمة (وهذا راجع لعدم دفع رسوم التسجيل أو رسوم العضوية)، وسرعة تنفيذ المعاملات (مناصرية، 2016، الصفحات 111-27).

- **السوق الرابعة،** هي سوق يتعامل فيه مباشرة الشركات والمؤسسات الضخمة التي تصدر الأوراق المالية وبين الأغنياء المستثمرين (رجال الأعمال) دون التدخل من قبل السماسرة وتجار الأوراق المالية، وهنا جوهر الاختلاف بين السوقين الثالثة و الرابعة، كذلك التعاملات تكون من خلال شبكات اتصالات حديثة ومتطورة، مما يغلب على هذا السوق طابع السرعة في المعاملات وبتكلفة زهيدة (بوكساني، 2006، الصفحات 15-13)

الشكل رقم 02: تقسيمات السوق المالي



المصدر: (نزار، 2016، صفحة 26)

ثانيا: مفهوم سوق الأوراق المالية (البورصة)

تمتد فكرة الأسواق المالية إلى النظرية الكلاسيكية لأدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل تبعا لنظرية المزايا النسبية، وبهذا انعكس مفهوم هذه النظرية على التطورات المالية الخاصة بالأوراق المالية الذي حتم ضرورة إيجاد سوق متخصص في الأوراق المالية، وأطلق على هذا السوق بسوق الأوراق المالية، ومع تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية أصبح يطلق عليها اسم البورصة.

## 1. التطور التاريخي للبورصة:

مرت الأسواق المالية بعدة مراحل قبل و صولها إلى شكلها الحالي يمكن أن نوجز تطورها التاريخي فيما يلي:

**أولاً:** عرفت هذه المرحلة وجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، حيث ازداد إقبال الأفراد إلى استثمار مدخراتهم في مشاريع مختلفة (تجارية، زراعية، عقارية...)، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، ومنه ارتفاع حجم المشاريع التي أصبحت تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة عجز البنوك على تمويلها.

**ثانياً:** تزامنت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تشرف على البنوك التجارية وتراقبها بعدما كانت هذه الأخيرة تتمتع بحرية مطلقة فاقصر دور البنوك التجارية في عملية خصم الأوراق التجارية، وتقديم الائتمان وفقاً لأوامر البنك المركزي، إذ أصبحت القروض المقدمة محدودة بالرغم من زيادة الطلب عليها.

**ثالثاً:** تلتها مرحلة ظهور البنوك المتخصصة في القروض المتوسطة وطويلة الأجل، مثل: البنوك العقارية، بنوك التنمية والاستثمارات، حيث أصبحت هذه البنوك تقدم سندات متوسطة وطويلة الأجل لكي تلبي حاجيات الأفراد في تمويل مشاريعهم المختلفة في حين يصدر البنك المركزي سندات الخزنة.

**رابعاً:** بتزايد عدد البنوك التجارية والبنوك المتخصصة أصبحت هذه البنوك تشكل سوق يعرف بالسوق النقدي، حيث ازدادت حركة الأوراق التجارية، وهذا اعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

**خامساً:** مرحلة اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، وكذا الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية، ومع تطور وسائل الاتصالات والتكنولوجيا ظهور البورصات المالية التي تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات (خربوش، 2013، صفحة 12).

## 2. تعريف سوق الأوراق المالية:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها المكان التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة وفق الطرق التي تتلاءم مع معتقدات أفراد المجتمع وإطار السياسة العامة للدولة، وما تستهدفه الدولة تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية كالدخل الوطني ومستوى الأسعار (النهامي، 1981، صفحة 13).

وتعرف أيضا على أنها مركز لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في شكل أسهم وسندات (عزت، 2001، صفحة 07).

من خلال التعريفات السابقة نستنتج تعريفا شاملا لسوق الأوراق المالية، وهو أنها مكان أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين عليها، كل هذا لغرض تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز البعض الآخر، وفق شروط محددة مسبقا بما فيها العوائد المنتظرة. والهدف الأساسي من وراء هذه العملية هو المساهمة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

## 3. خصائص الأسواق المالية:

تمتلك الأسواق المالية بجملة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى، نذكر أهمها (خليل، 2004، صفحة 110):

- تعد السوق المالية وسيلة لالتقاء بين البائعين والمشتريين دون أخذ بعين الاعتبار المكان المادي للسوق.
- ارتفاع حجم المبادلات والمعاملات التجارية الخاصة بالدورات الاستثمارية الأجنبية.
- يجري العمل في الأسواق المالية بالاعتماد على شركات الاتصالات الدولية، سواء في التعاقدات أو خلال متابعة إجراءات تنفيذ العمليات، وتتسم هذه الشبكات بالحادثة والسرعة وفي التنفيذ.



• تعاني الأسواق المالية من التقلبات الحادة نظرا لارتفاع درجة الحساسية في مثل هذه الأسواق الناجم عن المضاربات (spéculation).

• تعتبر الأسواق المالية مصدرا لتمويل الاقتصاد الوطني.

ثالثا: سوق الأوراق المالية (الأهمية، الوظائف والمتطلبات):

### 1. أهمية الأسواق المالية:

أثبتت السوق المالية منذ نشأتها دورها الفاعل لكافة الاقتصاديات باختلاف درجة تطورها، من خلال ما توفره من تمويل لتنشيط الاقتصاد، وعلى هذا الأساس سيتم التطرق لأهمية السوق المالي على النحو الآتي:

- تساهم الأسواق المالية في تعبئة الموارد المالية المعطلة، أو توجيهها نحو قنوات استثمارية ملائمة سواء طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل، لمفهوم آخر فهي تقوم بتجميع المدخرات الوطنية من القطاعات التي حققت فائضا مالي، ثم تقوم بتحويلها إلى قطاعات استثمارية التي تعاني من العجز المالي خلال فترة زمنية معينة.
- تعطي الأسواق المالية فرصة تعريف المستثمرين ورجال الأعمال، بالشركات والمؤسسات الوطنية، وكذلك التعرف على وضعيتها المالية من خلال حجم التداولات وأسعار الأسهم أي سهولة التعرف على مركز المالي للشركة (هالي، 2002، صفحة 13).

• تعمل الأسواق المالية كغيرها من الأسواق على تحقيق التوازن العام بين قوى العرض والطلب، وتزيد أهمية الأسواق المالية في المجتمعات التي تتسم بالحرية الاقتصادية نظرا لوجود حرية كاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

• كثيرا ما تتعامل الأسواق المالية، بالعملة القابلة للتحويل، مما يترتب على ذلك تحويل الانتقال من حيز الأسواق المالية المحلية إلى أسواق دولية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

- تعتبر الأسواق المالية المرآة العاكسة للاقتصاد الوطني، فمن خلال (المؤشرات المالية) يمكن إعطاء صورة واضحة للمستثمرين المحليين والأجانب عن الأداء الإنتاجي في الاقتصاد (موسى، 2005، صفحة 12).
- يعتبر السوق المالي مزيج متكامل لأنه يضم المؤسسات المنتجة، الاستثمارية الصناديق والشركات التعاونية، وفي كل القطاعات والمجالات (العلاء، 2008، صفحة 83).
- تساعد الأسواق المالية على تنظيم ومراقبة الإصدارات لمختلف الأوراق المالية من خلال هيئة السوق المالية التي بدورها تنظم عمل المتدخلون في هذا السوق، وفقا لقواعد ولوائح بغية ضمان الاستمرارية والانضباط لعمليات السوق المالية وسيرها بسهولة.
- تحقق الأسواق المالية عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة، حيث تتيح للمستثمرين مقارنة أسعار الأصول المالية في الأسواق مع العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، مما يمكنهم من توجيه أموالهم في الأسواق التي تحقق لهم تفصيلا (شذا و الركيبي، 2008، صفحة 55).

## 2. وظائف الأسواق المالية:

تتبع أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال الدور الذي تقوم لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، ومن بين الوظائف التي تقوم بها هذه الأسواق، ما يلي:

- ❖ تشجيع المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية: من خلال تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار وتحويل مدخراتهم إلى استثمارات في شكل أسهم وسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على عائد مالي ملائم يسمى بالفائدة التي تزيد في رؤوس أموال هذه الشركات والمؤسسات، ومنه الزيادة في معدلات التشغيل الذي ينعكس إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي، وبالتالي تحسين مستوى المعيشة في المجتمع.

❖ المحافظة على الثروة وتنميتها: تعتبر الأدوات التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وسيلة مهمة لحفظ القيمة (القوة الشرائية) أي تعتبر مخزن للقيمة حتى تاريخ احتياجها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك ولا تتآكل بمرور الزمن، بل على العكس فإنها تنتج أرباحاً وفوائد من شأنها أن تنمي الثروة.

❖ سهولة الحصول على سيولة: لأن الأدوات المالية قابلة للتحويل إلى نقد جاهد عند الحاجة إليه (الريضي)،

2015، صفحة 54).

❖ المساهمة في تمويل خطط التنمية في الدولة: تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية خاصة مشاريع التي التحتية من خلال طرح أوراق مالية حكومية (سندات وأذونات الخزانة) في الأسواق بغرض افتراض العام من الجمهور لسدّ نفقاتها وتمويل مشروعاتها التنموية. ومن هذا يمكن للحكومة على رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها المالية والنقدية المسطرة.

❖ توفر سوق الأوراق المالية أدوات مالية تقليدية وحديثة من شأنها أن توسع دائرة الاستثمار، مما يجنب المستثمرين مشقة البحث عن استثمارات ملائمة.

❖ من الوظائف الأساسية التي تقدمها هذه الأسواق هي الحدّ من نمو معدلات التضخم في الاقتصاد، حيث تقوم بجذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات، وبالتالي تقوم بامتصاص السيولة النقدية الزائدة، وإعادة توجيهها في استثمارات مربحة بدلاً من استهلاكها.

❖ تخفيض تكلفة المعلومات وتكلفة البحث عن الصفقة: يقوم السوق المالي بتقديم كل المعلومات اللازمة للمتعاملين فيه بتكلفة رخيصة، وتعتبر هذه العملية استراتيجية لتشجيع الأفراد للدخار والاستثمار في آن واحد.

❖ تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تعتبر البورصة أداة من أدوات السياسة الاقتصادية، حيث تساعد الدولة لتحقيق استقرارها الاقتصادي من خلال تأشيرها على معدلات الفائدة والحدّ من نمو معدلات التضخم، وتغيير مستويات الإقراض في المحلي (التحكم في الائتمان)، وبالتالي التحكم في الاستثمار.

❖ تساعد الأسواق المالية في توجيه الموارد إلى المجالات والقطاعات الأكثر ربحية للمساهمة في تحقيق الكفاءات الاقتصادية (اسحاق، 2015، الصفحات 40-42).

❖ تعمل السوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية، وبالتالي جلب الاستثمارات الأجنبية، والاستفادة من مختلف الخبرات والتطورات المالية والاقتصادية العالمية (الجزاوي، 2008، صفحة 100).

1- تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال: التأمين، وذلك ضد خسائر بعض المخاطر وتستخدم التأمينات خاصة في مجال الاستثمارات الحقيقية. أو تنوع المحفظة الاستثمارية. أو التحوط، وهنا نخص بالذكر العقود المستقبلية التي لها علاقة بأسعار العملات الأجنبية، حيث يدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ محدد وبسعر متفق عليه في الحاضر للعمل به في المستقبل بغض النظر عن التغيرات السعرية التي تطرأ في المستقبل على نفس العملة (الريضي، 2015، صفحة 56).

❖ تتيح البورصة للمستثمر خاصية المؤشر: الذي يعطي نظرة عامة يومية عن ظروف الاستثمار واتجاهه، وهو مؤشر يعكس الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة لمختلف القطاعات.

### 3. المتطلبات الأساسية لقيام البورصة:

لقيام سوق الأوراق المالية يجب توفير مجموعة من المقومات، أهمها ما يلي:

أ- الوعي الادخاري الاستثماري: لقيام البورصة يجب توعية أفراد المجتمع بثقافة الادخار والاستثمار، حيث يتيح فرصة تدفق رؤوس الأموال خاصة منها المدخرة من طرف القطاع العائلي وتوجيهها إلى القطاع الاستثماري (الإنتاجي).

ب- توفير مناخ استثماري ملائم: من المعروف أنه إذا قامت بورصة في مناخ اقتصادي ملائم تتيح الفرصة لتحقيق أكبر قدر من السيولة خاصة للاستثمار طويل الأجل، وتعني بالمناخ الاقتصادي الملائم أي أن تكون

السياسة الاقتصادية رشيدة و مرنة، مما يعزز من إنشاء شركات مساهمة في مختلف القطاعات، وبالتالي اتساع رقعة السوق وازدهارها.

ت- توفر منظومة مالية وبنكية مناسبة: يجب توفر تشكيلة معتبرة من مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية تعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب من خلال عمليات التسويق والترويج وتغطية الإصدارات الجديدة.

ث- شبكة اتصالات فعالة: يعتبر هذا مطلب من المطالب الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية، فوجود نظام اتصالات متطور وحديث يساعد على وصول المعلومات في وقت وجيز وبأقل تكلفة، كذلك يساعد على مواجهة الكم الهائل من المعلومات والتداولات اليومية، إضافة إلى ذلك يمكن من التنسيق بين السوق المحلية ومختلف الأسواق الدولية، مما يزيد من إمكانية الاستثمار في مثل هذه الأسواق.

ج- الشفافية: يقصد بالشفافية الإفصاح وإشهار المعلومات، كنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية، إلزام الشركات المدرجة في البورصة بنشر ميزانياتها والبيانات الضرورية عن أعمالها حتى يتسنى للمستثمر ترشيد قراراته الاستثمارية، وتفاذي سياسة التغليف والنشر غير الصحيح والعشوائي للمعلومات (غالم و خزان، د ت، الصفحات 78-79).

## المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

### أولاً: ماهية الأدوات المالية

#### 1. تعريف الأدوات المالية المتداولة في البورصة:

تعتبر الأداة صكاً يعطي لعامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين، أو الحقين معا (دربال، 2015، صفحة 19)، وبعبارة أخرى تعتبر الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين، يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر فهي تتكون من الأسهم والسندات بأنواعها (تسمى بالأدوات التقليدية)، إضافة

إلى المشتقات المالية (Financial derivatives)، وهي أدوات استثمارية جديدة مبتكرة (مناصيرية، 2014، صفحة 112).

## 2. خصائص الأوراق المالية:

- تتصف الأصول المالية بعدة مزايا، أهمها مايلي:
- وجود أسواق متطورة للتعامل بها (البورصة).
- تجانس بين وحدات الأصول المالية.
- انخفاض تكلفة المعاملات بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف التعامل بالأدوات الاستثمارية الأخرى.
- تعطي لحاملها حق المطالبة بالفائدة أو الربح (عائد) عند الاستحقاق بالنسبة للسندات أما حاملي الأسهم فعند التصفية.

## 3. عيوب التعامل بالأوراق المالية:

- ارتفاع درجة المخاطرة بسبب تذبذب الأسعار نظرا للتقلبات الحادة التي تعرفها الأسواق المالية.
- انخفاض درجة الأمان مقارنة بالاستثمارات الحقيقية.
- إن عامل التضخم وتطوره عبر الوقت يهدد المستثمر في السندات طويلة الأجل إلى خطر انخفاض القوة الشرائية (مناصيرية، 2016، صفحة 19).

## ثانيا: الأسهم

### 1. تعريف السهم:

السهم عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأسمال الشركة التي أصدرته، مع الاستفادة من كل

الحقوق، وتحمل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة (Auroire & huair, Fevrier 2015).

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص، نوردتها فيما يلي (مناصرية، 2016، صفحة 113):

- السهم عبارة عن ورقة مالية تعني لصاحبها الحق في امتلاك جزء من رأس مال الشركة.
- السهم عبارة عن سند ملكية يحصل حامله على عائد يمثل جزء من أرباح المؤسسة.
- يعتبر السهم أداة مالية قابلة للتداول (البيع والشراء) في سوق الأوراق المالية.

## 2. القيم المختلفة للأسهم:

هناك أربعة قيم للسهم، وهي كالاتي:

- القيمة الاسمية: هي قيمة السهم عند إصداره لأول مرة، فهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس لذلك فهي تحدد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة، وتعرف أيضا على أنها قيمة السهم في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم .
- القيمة الدفترية أو المحاسبة: القيمة الدفترية للسهم هي قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، وتمثل موجودات في وقت معين مطروح منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت (عقل، 2009، صفحة 451)
- القيمة السوقية: هي قيمة السهم خلال تداوله في الأسواق الأوراق المالية، أو ما يعرف بالسعر الجاري للسهم، وتنتج هذه القيمة من خلال تلاقي قوى العرض والطلب فيتدفق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في السوق، وبذلك فإن القيمة السوقية للسهم تتأثر بالعوامل ب (سمعة الشركة ومركزها المالي، البيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وظروف السوق المالي (حردان، 2009، صفحة 121).
- قيمة التصفية: وهي قيمة السهم عند التصفية أي هي القيمة الحقيقية للسهم العادي التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية، وتم تسديد كل الأعباء والالتزامات بما فيها الأسهم

المتأزة، وما تبقى من أموال يتم اقتسامها بين المساهمين العاديين كل حسب نسبة مشاركته في رأسمال الشركة (مناصرية، 2016، صفحة 139)

### 3. أنواع الأسهم:

هناك عدة أنواع للأسهم، ولتوضيح أكثر سوف نقسم الأسهم من خلال ثلاثة معايير، وهي كالآتي:

- تقسيم الأسهم بحسب شكلها: وتضم أسهم اسمية، وأسهم لحاملها، وأسهم لأمر .
- تقسيم الأسهم بحسب طبيعة حصتها: وتضم الأسهم النقدية والأسهم العينية.
- تقسيم الأسهم بحسب الحقوق المترتبة عنها: وهي الأكثر شيوعا، وتنقسم إلى نوعين: أسهم العادية، وأسهم ممتازة (كامل و حامد، 2006، صفحة 86).

#### 3.1 : تقسيم الأسهم بحسب شكلها: وتنقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع، وهي:

- أ- **الأسهم اسمية:** هي أسهم تحمل اسم صاحبها وعند عملية البيع يتم تسجيل اسم المشتري أو المالك الجديد للسهم، ويسجل اسمه أيضا في دفاتر الشركة المصدرة لهذه الأسهم (الشبيب د.، 2009، صفحة 191).
- ب- **أسهم لحاملها:** يصدر السهم لحامله بشهادة لا تحمل اسم المالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى أي تنتقل ملكيته بمجرد التسليم والاستلام دون الرجوع إلى الشركة، ولحامله الصلاحية الكاملة في إعادة بيعه أو رهنه والتصرف فيه.
- ت- **أسهم لأمر (السهم الإذني):** في هذا النوع من الأسهم يتم ذكر صاحب السهم أو الشركة المصدرة له، مقترنا بشرط أي معلقة بإذن أو أمر، فيجري انتقال ملكية هذا السهم عن طريق التظهير دون اللجوء إلى الشركة في كل مرة (يجي، 2019، صفحة 47).



### 3.2 : تقسيم الأسهم حسب الحصة التي تدفع مقابلها، وهي نوعان:

أ- **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، وهي أسهم تستوفي الشركة قيمتها الاسمية نقداً، وهي تمثل حصة نقدية في رأسمال الشركة تدفع عند الاكتتاب سواء كاملة أو من خلال أقساط تحددها الشركة (مناصرية، 2016، صفحة 116).

ب- **الأسهم العينية:** تمثل حصة عينية يدفعها المساهم في الشركة، وتكون في شكل إما عقار أو منقولات أو براءة اختراع، ويجب دفعها كاملة وليس على أقساط، ويمنع تداولها إلا بعد مرور سنتين من تاريخ تأسيس الشركة (كامل و حامد، 2006، صفحة 80).

### 3.3 : تقسيم الأسهم حسب الحقوق المترتبة عنها، وهي نوعان:

أ- **الأسهم العادية:** هي أداة مالية ذو صفة مالية قابلة للتداول، حاملة له الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم (عزمي و التميمي، 2004، صفحة 31)، وهي عبارة عن صكوك ملكية ويعد مالكوها أو حاملوها هم المالكين للشركة المصدرة لها، وتتسم الأسهم العادية بمميزات عديدة، أهمها (الشبيب د.، 2009، صفحة 48):

- هي أداة ملكية قابلة للتداول ليس لها تاريخ استحقاق محدد.
- مالكي الأسهم العادية لهم الحق الكامل في التصويت في الجمعية العامة للشركة باعتبارهم مالكيين لهذه الشركة.
- تمنح لحاملها الحصول على عائد متغير وفقاً لما تحققه الشركة من أرباح.
- لحاملها حق الأولوية في الاكتتاب عند إضافة الشركة لحصص جديدة.
- حملة الأسهم العادية لهم الحق في الأرباح المحجوزة.

- عند تصفية الشركة فإن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصة بيع أصول الشركة إلا بعد إتمام عملية تسديد مستحقات و التزامات الأطراف الأخرى.

كذلك ظهرت اتجاهات حديثة للأسهم العادية، نذكر منها: **أسهم الأنشطة الإنتاجية**، وهي أسهم تصدرها الشركات، وهي متعلقة بتوزيعات الأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة، تعود إلى حملة هذا النوع من الأسهم كميزة (دريال، 2015، صفحة 21). و**أسهم عادية ذات توزيعات مخصصة** (محمود و المغربي، 2016، صفحة 87). و**أسهم عادية مضمونة**، وهي نوع من الأسهم تتميز أن لها الحق في الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم والمطالبة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إل حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار (دريال، 2015، صفحة 21).

#### ب- الأسهم الممتازة:

هي عبارة عن شهادات تصدرها الشركة لكي تزود رأسمالها عند الحاجة إلى جانب الأسهم العادية، فهي تمثل ملكية مساهم ممتاز لجزء من الشركة، وذلك الجزء هو ما يجوزته من الأسهم (عليوه، 2006، صفحة 27). وتعتبر الأسهم الممتازة أداة مالية هجينة لأنها تخرج بين حقوق حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالأرباح الموزعة وبين السندات كأولوية في الحصول على العائدات خاصة عند التصفية (دريال، 2015، صفحة 21). وللأسهم الممتازة قيمة اسمية، دفترية وقيمة سوقية، وليس له تاريخ استحقاق (محفوظ، 2002، صفحة 72)، ومن الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق (الشبيب د، 2009، صفحة 49).

وهناك عدة أنواع للأسهم الممتازة، ونحدد في الآتي الأكثر شيوعا وتداولاً:

❖ **الأسهم مجمعة الأرباح والأسهم الغير مجمعة الأرباح:** في الأصل أن الأسهم الممتازة تحصل على

أرباح في كل سنة، ولكن هذا النوع من الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح يسقط هذا الحق لحملتها فإذا لم تكفي

أرباح السنة الجارية وترحل إلى السنة الموالية مع الأرباح المستحقة لهذه السنة والعكس في الأسهم الغير مجمعة الأرباح، حيث عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات في سنة ما يسقط حق المساهمين في مطالبة الشركة بها في السنوات الموالية.

❖ **الأسهم الممتازة المشاركة و الغير مشاركة في الأرباح:** لحملة هذا النوع من الأسهم الممتازة المشاركة في بقية الأرباح التي توزع على أصحاب الأسهم العادية إلى جانب أن معدل من الأرباح مقررة سنويا، لكن هذا النوع من الأسهم قليل الاستعمال، أما أصحاب الأسهم الممتازة الغير المشاركة في الأرباح لا يحصلون إلا على توزيعاتهم السنوية الثابتة بغض النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة

❖ **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تكون الأسهم الممتازة أسهما قابلة للتحويل إلى أوراق مالية أخرى كالأسهم العادية مثلا وذلك عن طريق نشرة إصدار، وبعد مرور فترة زمنية ينص عليها العقد (بلجبية، 2010، صفحة 17).

وكغيرها من الأدوات المالية عرفت الأسهم الممتازة تحديثات جديدة، نوجز أهمها فيما يلي:

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** عادة ما يحصل حملة الأسهم الممتازة على عوائد ثابتة أما الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة هي أسهم تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، ويتغير هذا العائد وفق للتغيرات التي تطرأ على السوق كمعدل الفائدة.

- **الأسهم الممتازة التي تمنح لحاملها الحق في التصويت:** حامل هذا النوع من الأسهم له الحق في التصويت في مجلس الإدارة (دريال، 2015، صفحة 23).

- **أسهم التمتع:** هي الأسهم التي تم استهلاكها، بمعنى أن الشركة سددت قيمتها إلى المساهم على دفعة أو دفعات حسب قانون، وحيث تصدر للمساهم بدلا منها أسهم تسمى بأسهم التمتع تعطي لحاملها الحق في

الحصول على أرباح وبعض الامتيازات دون أن يكون له نصيب في موجودات الشركة (الفكي، 2012، صفحة 148).

### ثالثاً: السندات (Bounds).

#### 1. مفهوم السندات:

تعرف السندات على أنها أدوات ديون تطرحها الشركات في الأسواق المالية، وهي تعتبر من الأدوات المالية طويلة الأجل لأن مدتها عادة ما تتراوح بين خمسة سنوات وثلاثين سنة، وعلى هذا الأساس تعتبرها الشركات مصدراً أساسياً للتمويل طويل الأجل (حضر، 2004، صفحة 06).

تشارك السندات في مجموعة من الخصائص التي يمكن ذكرها فيما يلي:

- أداة استثمارية ذات الدخل الثابت.
- تعتبر أداة دين لحاملها حق الأولوية في استفتاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها عند الإفلاس.
- حامل السند ليس له الحق في المساهمة في مجلس الإدارة أو اتخاذ أي قرار.
- تتميز السندات بالقابلية للاستدعاء بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء خلال مدة محدد ضمن اتفاقية العقد (الشبيب د.، 2009، صفحة 254).
- تتميز السندات بالقابلية للإطفاء إذ تلجأ الشركات إلى تخصيص صناديق الإطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات (عزمي و التميمي، 2004، صفحة 89).

## 2. أنواع السندات:

تنقسم السندات إلى عدة أنواع بناء على معايير عديدة، نوجز أهمها فيما يلي:

### 1-2 أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يوجد نوعان من السندات، هما:

- **السندات الحكومية:** وهي سندات تصدرها الخزينة العمومية أي الدولة ومؤسسات لأهداف معينة كتغطية العجز في الميزانية العامة، أو من أجل التأثير على حجم السيولة المتداولة. وتتميز هذه السندات بمجموعة من المزايا، أهمها:

- تعتبر أكثر سيولة.
- تصدر السندات الحكومية غالباً معلقة بشرط الإعفاء الضريبي على الفوائد.
- تعتبر السندات الحكومية أكثر أماناً بالنسبة للمستثمرين لأن درجة المخاطرة فيها جدّ قليلة لدى يسميها بعض الباحثين بالسندات الذهبية لأنها غالباً ما تكون مضمونة من طرف الحكومة (مطر، 2009، صفحة 100).

❖ **السندات الخاصة (الأهلية):** هي السندات التي يصدرها القطاع الخاص أي شركات المساهمة بغية الحصول على تمويل لمشاريعهم بدلاً من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة أو الافتراض من البنوك بمعدلات فائدة عالية (بوكساني، 2006، صفحة 62).

### 2.2 أنواع السندات حسب معدل العائد: وهنا نميز نوعان:

❖ **سندات ذات العائد الثابت:** تعتبر من أقدم أنواع السندات، حيث يتحصل فيها المستثمر على فائدة ثابتة تسمى بالكوبون في نهاية كل سنة (Didier Mareau, 2011, p. 98).

❖ **سندات ذات العائد المتغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل العائد فيه نسبةً لتغير معدل الفائدة السائدة في السوق أو معدل التضخم (بوكساني، 2006، صفحة 62)، وتنقسم هذه السندات إلى: سندات ذات المشاركة في الأرباح، سندات ترتبط عوائدها بأرقام قياسية معينة سندات ترتبط عوائدها بسعر الذهب.... إلخ (مناصرية، 2016، صفحة 129).

### 3.2 أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان، هما:

❖ **السندات المضمونة:** عادة ما تصدر الشركات سندات مضمونة بأصول كالأراضي المباني، ففي حالة التصفية أو عدم التسديد يحق لحملة هذا النوع من السندات التصرف في الأصول من أجل الحصول على حقوقهم. تلجأ المؤسسات إلى هذه السندات لجذب رؤوس الأموال عن طريق تقدير ضمانات عينية.

❖ **السندات الغير مضمونة:** لا يعطي هذا النوع من السندات أي امتيازات خاصة على أصول الشركة، غالباً ما تصدرها الشركات ذات المركز المالي القوي، حيث تستطيع جذب مستثمرين إلى الاستثمار في السندات الخاصة بها دون الحاجة إلى تقديم ضمانات ورهن (الحناوي، مصطفى، و العبد، الاستثمار في الاوراق المالية و مشتقاتها : مدخل التحليل الاساسي و الفني، 2005، صفحة 351).

### 4.2 أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: هناك نوعان، هما:

❖ **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** يتميز هذا النوع من السندات عن غيرها على أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية إذا أراد المستثمر بذلك، تعتبر هذه السندات هي المفضلة عند الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت المؤسسة تتمتع بمركز مالي قوي وتحقق معدلات نمو عالية.

❖ **سندات ذات علاوة:** يقصد بالعلاوة هي مبلغ من المال تدفعه المؤسسة المصدرة للسند عند وقت الاستحقاق إضافة إلى مبلغ السنة (بوكساني، 2006، صفحة 63).

إضافة إلى ذلك هناك عدة أنواع أخرى للسندات، نذكر منها: سندات دولية، سندات محررة بالعملة الوطنية، سندات محررة بالعملة الأجنبية مثل السندات التي تتداول في سوق العملات الأجنبية، سندات قصيرة الأجل، سندات متوسطة وطويلة الأجل، سندات الدخل، سندات ذات معدل الفائدة المتحركة وسندات ذات أسعار الفائدة الثابتة، وسندات ذات العائد الصفري (بلجيكية، 2010، صفحة 21)

### 3. الفرق بين السندات والأسهم:

يمكن توضيح الفرق بين السندات والأسهم، في الجدول الموالي.

الجدول رقم 02: الفروقات الأساسية بين السندات والأسهم

السندات	الأسهم
تعتبر دين على المؤسسة (أداة مديونية).	تعتبر الأسهم مساهمة في رأس مال الشركة (أداة ملكية)
حامل السند دائن للمؤسسة بقيمة السند.	حامل السهم شريك في المؤسسة.
ليس لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات العامة للإدارة وليس لهم الحق أيضاً في التصويت.	حملة الأسهم لهم الحق في التصويت والمساهمة في مجلس إدارة الشركة.
تسترجع قيمة السندات لحملتها عند تاريخ الاستحقاق بالمبلغ الكامل.	تسترجع قيمة السهم إلى صاحبها إلا في حالة تصفية الشركة أو حلها ويمكن أن لا يسرد المبلغ كاملاً.
الأولية في الحصول على مستحقاتهم.	ليس لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم حتى يقومون بتسوية جميع التزاماتهم اتجاه حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة.
القيمة السوقية للسنة تعتمد فقط على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي للسند.	القيمة السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.

عائد الأسهم يعتبر أرباح الشركة ولهذا يخضع الضريبة	الفوائد التي تدفع للسندات تعتبر نفقات، ولهذا لا تخضع ضريبة.
يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وهو ما يعرف "بعلاوة الإصدار".	يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية ويسدد بقيمة أعلى من قيمة الاسمية.

المصدر: (الموسوي، 2008، صفحة 29)

#### رابعاً: المشتقات المالية:

ظهرت في السنوات الأخيرة أدوات مالية مستحدثة تسمى بالمشتقات المالية، ومع تطورات الحاصلة في الأسواق المالية الدولية وتوظيف التكنولوجيا الحديثة عزز من مكانة هذه الأدوات التي أصبحت توفر فرصاً جيدة للاستثمار وفي مدة زمنية ملائمة وبأقل التكاليف، مما أدى إلى سرعة انتشارها عبر المستثمرين في العالم.

#### 1. تعريف المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية على أنها: أدوات تشتق قيمتها من سعر عقد مالي أو معدله أو مؤشر ما عوض هذا السعر أو المعدل، يمكن أن يكون سعر ورق مالية أو سعر الصرف أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار(شموط، 2008، صفحة 165).

كما عرفها بنك التسويات الدولية التابعة لصندوق النقد الدولي (FMI) على أنها: عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري (خميسي و لحسن، 2015، صفحة 29)، ومما سبق نستنتج بأن المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، معدلات فائدة، مؤشرات، ... إلخ)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما يعرف



بالهندسة المالية (Financial engineering). وتعتبر العقود المشتقة من أهم الأدوات المالية الحديثة لأنها أنشأت أساساً لغرض التحوط وإدارة المخاطر.

## 2. استخدامات المشتقات المالية:

أنشأت المشتقات المالية لأغراضٍ وأهدافٍ أساسية، نذكر أهمها في الآتي:

- **المضاربة:** من خلال استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار لمالها من تأثير مباشر على الأصول المالية، مما يسمح من الاستفادة في فروقات الأسعار وبالتالي تحقيق مكاسب نتيجة الزيادات السعرية التي تطرأ على الأصول المالية في المستقبل.
- **التنبؤ:** تستخدم المشتقات المالية في التنبؤ بتوقعات الأسعار في المستقبل لتزويد المتعاملين بالمعلومات الأساسية، كما سيكون عليه السعر والسوق ككل (مناصرية، 2016، صفحة 132).

## 3. أدوات المشتقات المالية:

هناك أربعة أنواع للمشتقات المالية، وهي: العقود المستقبلية، عقود الخيار، عقود المبادلات، والعقود الآجلة.

### 1.3 العقود المستقبلية (futures contracts):

أ- مفهوم العقد المستقبلي:

هو اتفاق بين طرفين، الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير (short position)، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل (long position)، ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري الأصل محل العقد سواءً أصلياً أو حقيقي مالي (أسهم وسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس اتفاق سابق عند التعاقد، وعلى طرفي العقد إيداع مبلغاً نقدياً عند السمسار الذي يتعامل معه.

ويمثل ذلك المبلغ نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليه الهامش المبدئي (Initial margin) (الهندي، 2005، صفحة 512).

ومن خصائص العقود المستقبلية، أنها:

- عقود نمطية.
- تتداول في الأسواق المنظمة (البورصة).
- تخضع العقود المستقبلية لتسوية يومية ويجرى تعديل ثمن التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.
- يستوجب التعامل بالعقود المستقبلية تقديم ضمان لا يزيد عنه 20٪ من قيمة العقد في شكل تأمين لشركة الوساطة التي يتعامل معها الزبون، وهذا يجري قبل تنفيذ العملية.
- الهدف منها المضاربة والمراهنة على إرتفاع أو إنخفاض الأسعار (يحي، 2019، صفحة 60).
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات على الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل، والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية المستقبلية.

#### ب- أركان العقد المستقبلي:

- **السعر المستقبلي:** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
- **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ المتفق عليه بين طرفي العقد الذي تتم فيه الصفقة (التسليم والاستلام)
- **محل العقد:** محل العقد هو الشيء الذي أبرمت على أساسه الصفقة مثل: السلع، أوراق مالية، مؤشرات، وعملات... الخ.

- **مشتري العقد:** هو الطرف الملزم باستلام الشيء محل العقد مقابل دفع الثمن أو المبلغ المتفق عليه في المحدد مستقبلاً.
- **بائع العقد seller:** هو الطرف الملزم بتسليم الشيء محل العقد مقابل حصوله على ثمن الشيء المتفق عليه مسبقاً، على أن يتم تسويته في المستقبل (الحناوي و العبد، 2002، صفحة 31).
- ت- أنواع العقود المستقبلية: وتمثل في:
  - **العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:** هي عقود تتم بين مشتري العقد وبائع العقد على أسعار الفائدة، تستخدم هذه العقود بسبب التقلبات الذي تعرفها أسعار الفائدة على الأوراق المالية، وهي بدورها تنقسم إلى عدة أنواع، أهمها: عقود الفائدة مستقبلية قصيرة الأجل، أدوات الخزينة المستقبلية، سندات الخزينة المستقبلية (حبش، 1998، صفحة 293).
  - **العقود المستقبلية على السلع:** هي عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم السلعة معينة للطرف الآخر بالسعر والكمية المتفق عليهما في تاريخ محدد، مثل: البن، الذهب، النفط.
  - **العقود المستقبلية على العملات:** هي عقود تبرم لغرض استلام أو تسليم عملات معينة مثل: الأورو، الدولار، الين.
  - **العقود المالية المستقبلية:** هي عقود تبرم بين طرفين على أوراق مالية كالأسهم والسندات.
  - **العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** هي التزام بين طرفين بأن يدفع أحدهما للآخر مبلغاً من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه (الداوي، 2012، صفحة 118).

### 2.3 العقود الآجلة (Foward contract):

#### أ- مفهوم العقود الآجلة:

هي عبارة عن اتفاقية بين طرفين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد يسمى بسعر التنفيذ، ويتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل محل التعاقد كالكمية الجودة، طريقة ومكان التسليم، السعر وطريقة الدفع، حيث يتم التفاوض عليها بين البائع والمشتري (دباس و العبادي، 2008، صفحة 96).

#### ب- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

هناك أوجه تشابه واختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية، تتمثل فيما يلي:

- يتم التعامل بالعقود المستقبلية في الأسواق الرسمية (البورصة)، ولهذا فهي نمطية (معيارية) يعني موحد أما العقود الآجلة فهي عقود متداولة في الأسواق الغير رسمية.
- يعتبر العقد المستقبلي أكثر ضماناً مقارنة بالعقد الآجل لأن كلا الطرفين يقومون بإيداع تأمين ابتدائي، في حين يقع المستثمرون العقود في مخاطر كثير منها خطر عدم الوفاء في ظل غياب دول (يحيى، 2019، صفحة 61).
- في العقود المستقبلية تكون العلاقة بين الطرفين غير مباشرة، إذ تتم من خلال بيت التسوية الذي يضمن التزام الطرفين بالعقد وشروطه.
- يمكن تسوية العقود المستقبلية في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق، ولكن بالنسبة للعقود الآجلة لا يمكن تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق (قط، 2016، صفحة 121).

### 3.3 عقود الخيارات (option contract):

#### أ- تعريف عقود الخيارات:

هي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق وليس الالتزام للمشتري (مكاتب الخيار) لبيع أو شراء سلعة أو عملة أو أصل مالي (أسهم أو سندات) بسعر محدد مسبقاً يتم تنفيذ في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ.

كما تعرف على أنها عقد يعطي لحامله الحق وليس الالتزام بشراء أو بيع الأصول المالية محل التعاقد بسعر معين محدد مسبقاً يسمى بسعر التعاقد (سعر التنفيذ أو الممارسة)، وسمي العقد بكلمة اختيار نظراً للامتيازات التي يمنحها هذا العقد فحامله له الخيار إما تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه مقابل دفع مبلغ معين يدفع هذا الأخير بصفة نهائية (لا يسترد)، ويسمى بالعلو التي تقدم للطرف الآخر كمكافأة أو تعويض، ويطلق على هذا الطرف بمحرر العقد (قط، 2016، صفحة 109).

#### ب- أنواع عقود الخيارات:

تعدد أنواع العقود الخيارات، وفي الآتي تفصيل ذلك:

#### 1. تقسيم الخيارات على أساس موعد التنفيذ: وهنا نميز عقدين:

❖ **عقد خيار أمريكي:** يعطي هذا النوع من الخيار لحامله الحق في شراء أو بيع الأوراق المالية محل العقد بالسعر المتفق عليه مسبقاً، مع إمكانية تنفيذ العقد في أية لحظة منذ شرائه، أي تنفيذ العقد قبل تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد للإشارة تسميته كعقود خيار أمريكية لا ينسب بأية صفة إلى البلد يوجد عقود خيارات أمريكية تتداول في العالم ككل.

❖ **عقد خيار أوروبي:** يشبه هذا العقد الخيار الأمريكي لكن الفرق الجوهرى، بينهما يكمن في تاريخ التنفيذ يعني أن مشتري الخيار العقد حتى تاريخ الاستحقاق، ولا يحق له أن ينفذه قبل هذا التاريخ، أي ليس خلال مدة سريان العقد (متولي، 2010، صفحة 245).

## 2. تقسيم الخيارات على أساس نوع الصفقة: وينقسم هذا النوع إلى:

❖ **عقد خيار الشراء (Call option):** حامل هذا النوع من العقود الخيار له الحق وليس الإلزام بشراء الأصول المالية أو السلع أو غيرها بسعر محدد في عقد الخيار خلال فترة سريان العقد بالنسبة للخيار الأمريكي، مقابل عمولة تدفع للجهة المصدرة للعقد. وهنا يجب التمييز بأن بائع هذا الخيار (خيار الشراء) يكون في المركز القصير (Short position) لأنه يراهن على انخفاض سعر الورقة المالية أو السلعة محل العقد بينما مشتري هذا العقد (عقد خيار الشراء) يأخذ المركز طويل الأجل (long position) لأنه يراهن على ارتفاع سعر الورقة المالية محل العقد.

❖ **عقد خيار البيع (Put option):** يقتضي حامل هذا العقد أنه حامل عقد خيار البيع له الحق والإلزام في بيع الأصول المالية أو السلع محل العقد بالسعر المحدد في العقد، وخلال القدرة المنصوص عليها في العقد إذ ما كان خيار أمريكي أو أوروبي، فهو يتميز بنفس الخصائص المحددة في عقد خيار الشراء (أونور، 2011).

## 3. تقسيم الخيارات على أساس ملكية الأوراق المالية: وتنقسم إلى:

❖ **الخيار المغطى (Covered Option):** هو عقد بيع أو شراء، أمريكي أو أوروبي يكون فيه محرر العقد مالكا للأصل المالي أو السلعة محل التعاقد.

❖ الخيار الغير مغطى (Imcovered Option): هو عقد خيار بيع وشراء، أمريكي أو أوروبي أو آسيوي، لا يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية محل التعاقد (متولي، 2010، صفحة 245).

### 4.3 عقود المبادلات (Swaps contracts):

#### أ- تعريف عقود المبادلات:

تعرف عقود المبادلة على أنها التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين كالسلع والعملات مقابل تدفق نقدي آخر أو أصل مالي أو سلعة، بموجب شروط متفق عليها وقت التعاقد ويتم تسوية العقد في تاريخ مستقبلي (حاسين، 2013، صفحة 34)، ويتضمن عقد المبادلة عدة عناصر أساسية وهي: طرفي العقد، الأصل (محل العقد) سواء سلعة أو أصل مالي أو تدفقات نقدية، العملة التي يتم تسوية الصفقة على أساسها، السعر الأجل للمبادلة، ومدة سريات العقد (يجي، 2019، صفحة 62).

#### ب. أنواع عقود المبادلة:

هناك عدة أنواع لعقود المبادلة، أهمها: مبادلات أسعار الفائدة، مبادلة العملات، ومبادلة السلع (قادري، 2015، صفحة 53).

#### ❖ مبادلة أسعار الفائدة (Interest rate swap): تعرف عقود المبادلة على أسعار الفائدة

بأنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات السندات (أدوات الدين)، أو تبادل الفوائد المتحققة على الأصول المالية، بطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد، فعادة ما يتم مبادلة أسعار فائدة ثابتة بأسعار فائدة متغيرة، بالإضافة إلى أنه يمكن أن تكون الفائدتان المتبادلتان متغيرتين، لكن إحدهما تكون مرتبطة بسعر الليبر (Labor)، والأخرى بسعر فائدة متغير.

❖ **مبادلة العملات (curencies swaps):** تعرف على أنها اتفاق بين طرفين، لتبادل كمية محددة من العملات الأجنبية على أساس الأسعار الآنية، وبيع نفس المبالغ المحددة في تاريخ مستقبلي على أساس الأسعار الآجلة والمحددة سابقا.

❖ **مبادلة السلع:** هو عقد ملزم بين طرفين يقوم الطرف الأول بشراء سلعة معينة (السلعة محل التعاقد) من الطرف الثاني على أساس سعر آني، ويسدد الثمن فوراً ثم يعيد بيع السلعة نفسها محل التعاقد في تاريخ آجل (مستقبلي) على أساس سعر آجل متفق عليه سابقاً، ويتم سداد المبلغ على فترات محددة مسبقاً.

### المطلب الثالث: مؤشرات الأسواق المالية

#### أولاً: مفهوم المؤشر و استخداماته

ظهرت المؤشرات في القرن التاسع عشر وبالتحديد سنة 1884م بظهور مؤشر داو جونز، ثم تطورت وتبلورت هذه المؤشرات (الجاني، 2018، صفحة 14)، ويعتبر المؤشر أداة لتحديد اتجاهات السوق وتغيراته، سواء في سوق ككل أو لقطاع معين، إلا أنه يعكس الوضع الاقتصادي للبلد (نزار، 2016، صفحة 37).

#### 1. مفهوم المؤشر:

المؤشر هو قيمة عددية بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تساعد في ملاحظة وتتبع و القياس للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو تغيرات مقطعية للمنشآت والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، والحاصلة في سوق رأس المال لعينة من الشركات المتداولة في السوق سواء كان سوق منظمة أو غير منظمة، لذلك



فمؤشرات البورصة هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء (الداغر، 2005، صفحة 298)،

غالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشرات إن يعكس الحالة التي يكون عليها سوق رأس المال، فعندما تكون حركة مؤشرات الأسعار متوقعة نحو الصعود، يطلق على سوق الأوراق المالية سوق صعودي (BullMarket)، ويعبر عنه عندما يرتفع معدل العائد الذي يحققه السوق عن العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، إما إذا كانت حركة المؤشرات المتوقعة تتجه نحو الهبوط فيطلق عليه سوق نزولي (BearMarket)، ويعبر عنه عندما يكون معدل العائد الذي يحققه أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

يتميز المؤشر بمجموعة من الخصائص، أهمها (الداوي، 2012، صفحة 59):

- يعرف حجم التدفقات المالية المستقبلية للاتجاهات المحددة للسعر السهم فإذا كانت التوقعات تتغير سواء بالزيادة أو بالنقصان، فإن هذا سوف يعكسه المؤشر ويعطي للمساهمين فكرة عن التوقعات، وبالتالي تعكس هذه المؤشرات الأداء الاقتصادي.
- يتيح المؤشر فرصة للمستثمرين بالمقارنة أداء مؤشر السوق المالي بالمؤشرات الأسواق المالية في العالم، مما يمكن من زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة كان سوق من الأسواق الناشئة.
- تساعد هذه المؤشرات بإعادة تنظيم عمليات السوق، فمن خلاله يقوم المراقبون في السوق بتحديد المشاكل التي من شأنها أن تؤدي إلى انحراف الأسعار، وإعادة توجيه السوق ينعكس ذلك على أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

## 2. استخدامات المؤشر:

تستخدم المؤشرات في سوق الأوراق المالية، فيما يلي:

**1-2 تتبع أداء المحفظة الاستثمارية:** يعكس المؤشر التغيرات التي تطرأ على تحركات أسعار الأسهم المتداولة و بالتالي يمكن المستثمر للمقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراق المالية مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق لكي يحكم على محفظته إن كانت متنوعة تنوعاً جيداً أم لا، دون حاجاته إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة (حسين ع.، 2010، صفحة 39)، ويجب الإشارة إلى أن هناك مؤشرات تقيس أداء قطاعات أو صناعات محددة فمثل هذه المؤشرات مقياس جيد لمتابعة المحفظة الاستثمارية التي تشمل أسهم شركات في قطاع معين (بوكساني، 2006، صفحة 113).

**2-2 التنبؤ بالوضع الاقتصادية:** يرى الباحثين أنه إذا تمكن المحللين المشاركون في الأسواق المالية (المحللين الأساسيين) من التعرف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية التي تطرأ على المؤشرات، والذي يمكن أن يتنبأ به مسبقاً على ما سيكون عليه السوق في المستقبل ما يسمح باتخاذ القرار السليم. وعلى هذا الأساس يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر البورصة المحلية مع مؤشرات الأسواق المالية الدولية، مما ينعكس على توجهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، مما ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في الأسواق الناشئة (بوكساني، 2006، صفحة 11).

**3-2 تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات في تقدير مخاطر محافظ الأوراق المالية، والتي يمكن قياسها بمعامل الانحدار بين معدل العائد للمحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق، والتي تقاس على أساس معدل عائد أحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بشكل عام (دريال، 2015، صفحة 35).

ثانيا: خصائص وأساليب بناء المؤشرات

1. خصائص المؤشر:

لكي يعطي المؤشر صورة حقيقية لأسعار الأوراق المالية لا بد أن يكون ممثلا لمجموعة معتبرة من الأوراق المالية،

وعليه هناك مجموعة من العوامل والخصائص التي ينبغي توفرها عند تصميم المؤشر، أهمها:

● **ملائمة العينة:** العينة هي مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وحتى تكون العينة ملائمة

ومثلة يجب مراعاة: 1- حجم العينة التي يشملها المؤشر، بحيث كلما كانت كبيرة كلما كان المؤشر أكثر

مصداقية. 2- واتساع العينة، والتي تعني أنه يجب على العينة المختارة أن تشمل مختلف القطاعات

المشاركة في السوق، خاصة بالنسبة للمؤشرات التي تستهدف قياس حالة السوق ككل.

● **المصدر (Source):** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية أو قاعدة البيانات المعتمدة

التي يقوم عليها المؤشر، ويشترط أن تكون هذه القاعدة أو مصدر البيانات هو السوق المالي الأساسي التي

تداول فيه تلك الأوراق المالية، وللإشارة ساهمت تقنيات التسعير الآلية الحديثة في تسهيل حساب تنمية

المؤشرات.

● **ترجيح العينة أو ما يعرف بالأوزان النسبية:** حيث يعطي وزن الترجيحي لكل سهم أو سند ورقة مالية

في المؤشر.

2. طرق و أساليب بناء المؤشر:

هناك عدة طرق و أساليب لبناء المؤشر، من أهمها:

أ- المؤشرات المبنية على أساس السعر (Price weighting):

تعتمد هذه الطريقة على الوزن النسبي لسعر السهم وحده أي سهم واحد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر ووزن كل سهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر. ومن الانتقادات التي وجهت إلى هذه الطريقة أن السعر سهم وحده قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها، إضافة إلى ذلك أن استخدام هذه الطريقة من شأنها أن تسبب خللا في المؤشر إذا ما حدث اشتقاق في الأسهم.

ب - المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية (Equalweighting):

يقصد بذلك إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، أي أن المستثمر وفقا لهذه الطريقة سوف يساوي متوسط العائد للأسهم التي يتكون منها المؤشر وعائد المؤشر.

ج - المؤشر المرجع بالقيمة السوقية (value weighting):

يعتمد هذا الأسلوب على إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية، وتعتبر هذه الطريقة أحسن طريقة في بناء المؤشرات لأنها لا تعتمد على أسلوب سعر السهم الواحد، كذلك أن الشركة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها هذا ينعكس على التساوي النسبي للأسهم داخل المؤشر، وهذا يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر، وبذلك فإن القيمة قادرة على إعطاء فكرة عن الأهمية الاقتصادية للشركة صاحبة السهم المدرجة في المؤشر وتحسب من خلال العلاقة التالية (حسين ع.، 2010، الصفحات 42-35):

$$Index t = \frac{\sum Pt. Qt}{\sum Pb. Qb} \times \text{begiwing Index value}$$

حيث:

$Index_t$ : قيمة المؤشر في الفترة  $t$

$P_t$ : إقفال أسعار الأسهم في الفترة  $t$

$Q_t$ : عدد وحدات الأسهم في الفترة  $t$

$P_b$ : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

$Q_b$ : عدد الوحدات في يوم الأساس.

ثالثاً: أنواع مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

يوجد ثلاثة أنواع لمؤشرات الأسواق المالية، هي:

1. مؤشرات تقيس أداء أسواق الأوراق المالية:

تقيس هذه المؤشرات مدى تطور سوق الأوراق المالية، وتقييم دور السوق المالي في الاقتصاد لإعطاء صورة واضحة للمستثمرين عند العلاقة بين التطورات السوق المالي من جهة والنمو الاقتصادي للبلد من جهة أخرى، لتوجيه قراراتهم الاستثمارية.

وهناك عدة مؤشرات تقيس أداء السوق المالي، أهمها:

**1.1 مؤشر حجم السوق:** هو مؤشر يقيس قدرة السوق المالي في جلب المدخرات وتعبئتها من جهة وتنويع

المخاطر في المحتفظة المالية من جهة أخرى، وهناك طريقتين لحساب هذا المؤشر (اسحاق، 2015، صفحة 67).

❖ نسبة رسملة السوق، ويقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق المالي إلى إجمالي الناتج المحلي للدولة

(PIB). ويحسب كالآتي:

$$\text{نسبة رسملة السوق} = \frac{\text{اجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالي}}{\text{(PIB) الناتج المحلي الاجمالي}}$$

❖ عدد الشركات المدرجة في السوق: تعني عدد الشركات المسجلة في السوق المالي، يدل هذا المؤشر على عمق السوق وتنوعها ويقاس نمو هذا المؤشر من خلال نمو عدد الشركات المسجلة من فترة مقارنة بفترة السابقة.

**2.1 مؤشر سيولة السوق (Marker Liquidité):** تعرف السيولة في السوق المالي بأنها قدرة السوق على بيع وشراء الأوراق المالية وتحويلها إلى نقود سائلة في أي وقت ودون خسارة (اسحاق، 2015). وتعتبر السيولة مؤشرا هاما لأنها تقيس فعالية الأسواق المالية ومستوى كفاءتها، وتقاس من خلال نسبتين، هما:

❖ نسبة حجم التداول: وهي نسبة حجم التداولات الأوراق المالية إلى إجمالي الناتج المحلي، وتحسب كالاتي:

$$\text{نسبة حجم التداول} = \frac{\text{الاجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة}}{\text{الناتج الاجمالي}}$$

وتعبر هذه النسبة عن مدى قدرة السوق المالي في توفير السيولة للاقتصاد.

❖ معدل سرعة دوران الأسهم: يعكس هذا المؤشر تكلفة تعاملات اتمام الصفقات، فهي تؤثر على حركة الاستثمار، لأنه كلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على أن تكلفة المعاملات منخفضة، وبالتالي تجعل السوق وكفاءته أكثر. وتحسب كالاتي:

$$\text{معدل سرعة دوران الأسهم} = \frac{\text{اجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة}}{\text{اجمالي القيمة السوقية لأيهم المدرجة في السوق}}$$

3.1 مؤشر درجة التقلبات (volatilité): يقيس هذا المؤشر تقلبات عوائد الأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة، ويمكن قياسه باستخدام معامل الاختلاف (coefficient of variation)، أو يقاس من خلال الانحراف المعياري (standard déviation).

4.1 مؤشر درجة التركيز (concentration): تعني بدرجة التركيز هذه السيطرة عدد قليل من الشركات على السوق (اسحاق، 2015)، ويحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق بالنسبة إلى إجمالي القيمة السوقية، وكلما انخفضت هذه النسبة تعد أحسن وأكثر كفاءة (اسحاق، 2015).

## 2. مؤشرات تقيس حالة سوق الأوراق المالية (المؤشرات العامة لأسعار الأسهم)<sup>1</sup>:

هي مؤشرات خاصة بأسعار الأسهم المتداولة في البورصة، وتختلف من سوق مالي إلى سوق مالي آخر، وتحسب هذه المؤشرات من خلال أساليب بناء المؤشرات. وتوجد نوعين من هذه المؤشرات، هي: مؤشرات عامة تقيس حالة السوق المالي بصفة عامة ويدخل في بناءها الشركات المدرجة في البورصة بمختلف مجالاتها مثل: مؤشر فاينشال تايمز (FTSE) في البورصة إنجلترا، أو مؤشرات (S&500) بورصة نيويورك... الخ. وهناك مؤشرات خاصة (مؤشرات قطاعية) تقيس حالة السوق المالي بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة مثل: مؤشر داو جونز لصناعة النقل.

<sup>1</sup> للإشارة المؤشر محل الدراسة هو مؤشر كوالبور المؤشر العام لسوق الأوراق المالية بماليزيا، وهو مؤشر عام لأسعار الأسهم المتداولة في السوق المالي الماليزي و يضم عدة قطاعات، وهو ما يهمننا في سياق هذه الدراسة .

### 3. مؤشرات تقيس جودة الأسهم (Index That measure stock quality):

تقيس هذه المؤشرات جودة الأسهم، ومن أهمها:

- ❖ **مؤشر مضاعف القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية:** يوضح هذا المؤشر العلاقة بين سعر السهم في السوق ونصيبه من حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية، ويعد من أهم المؤشرات المتعلقة بقرار الاستثمار.
- ❖ **مؤشر ربحية السهم:** يعتبر من أهم المقاييس العالمية لاختيار القيمة الحقيقية للسهم لأنه يحقق التكامل والترابط بين القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين و ربحية السهم (جابو، 2012، صفحة 62)، وهو مؤشر بقيس حصة السهم من العوائد القابلة للتوزيع أوصافي الربح بعد الضريبة

#### رابعاً: المؤشرات الرئيسية في البورصات العالمية:

تختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع سبب الاختلاف لطبيعة الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية المعتمدة في بناء المؤشر من جهة أخرى، ولهذا سوف نستعرض مجموعة من المؤشرات لبورصات عالمية:

#### 1. مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأمريكية:

- **مؤشر داو جونز (DJIA):** يتكون هذا المؤشر من متوسط 30 سهم من الأسهم لدى بورصة نيويورك، مما يعادل نسبة 30% من بورصة نيويورك، وهو يحتل المرتبة الأولى في العالم، حيث يعتبر البارومتر الذي يقاس بواسطة أداء الأسواق المالية العالمية.
- **مؤشر ستاندر اند بور 500 (S & P 500):** يضم هذا المؤشر 500 ورقة مالية تمثل بذلك 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، وهي موزعة كالتالي: 40 سهم لشركات تعمل في مجال



المال (البنوك والتأمينات والمؤسسات المالية)، 400 سهم منشآت الصناعية، 20 سهم شركات النقل، و 40 سهم منشآت المنافع العامة، وبهذا اشتق هذا المؤشر أربعة مؤشرات أخرى.

- **مؤشر ناسداك (Nasdac):** يحتوي مؤشر ناسداك على 6 مؤشرات منفصلة، موزعة كالاتي: مؤشرات شركات الصناعة، مؤشرات شركات البنوك والتأمين والشركات المالية، مؤشرات شركات المنافع العامة، إضافة إلى احتوائه على مؤشر مركب من تلك المؤشرات 6 المذكورة، كل هذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية للأسهم.

## 2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأوروبية:

- **مؤشر فوتسي (footsie):** يحتوي هذا المؤشر على 100 سهم لشركة مدرجة في سوق لندن المالي، بدأ العمل به منذ سنة 1989 بقيمة أساس 100 نقطة (قط، 2016، صفحة 46)، وهو يمثل 70٪ من إجمالي الأوراق المتداولة في البورصة (حسين ع.، 2010، صفحة 35).
- **مؤشر CAC 40:** يمثل سوق الأوراق المالية الفرنسية، ويضم أسهم لـ 40 شركة مدرجة في سوق باريس. انطلق العمل به سنة 1987.
- **مؤشر (IBFX) الإسباني:** يحتوي هذا المؤشر على أسهم أكبر وأهم 35 شركة مدرجة في السوق المالي الإسباني، ويعتبر هذا المؤشر رئيسي لهذه البورصة، حيث بدأ العمل به منذ 1989 بقيمة أساس 3000 نقطة.
- **مؤشر (MIB) الإيطالي:** هو مؤشر إيطالي يتداول في سوق ميلانو، يضم أسهم 30 شركة إيطالية هامة، انطلق العمل به سنة 1992 بقيمة أساس 10000 نقطة.

- **مؤشر (SMI) السويسري:** يضم هذا المؤشر أسهم 21 شركة سويسرية أكثرها سيولة، يتم تداوله في السوق الإلكترونية السويسرية للأوراق المالية، انطلق العمل به سنة 1988 بقيمة أساس 1500 نقطة، وهو مؤشر مرجح بقيمة السوقية.
- **مؤشر داكس (DAX) الألماني:** هو مؤشر يضم أسهم 30 شركة الأكثر نشاطاً في سوق فرانكفورت المالي، انطلق العمل به سنة 1987 بقيمة أساس 1000 نقطة.

### 3. مؤشرات أسواق الأوراق المالية في دول آسيا:

- **مؤشر نيكاي (NIKKEI) الياباني:** يضم هذا المؤشر 220 ورقة مالية لشركات مدرجة في بورصة طوكيو، انطلق العمل به منذ سنة 1971 بحسب القيمة السوقية لسعر السهم يقيم بالين الياباني.
- **مؤشر تويكس (TOPIX):** يعتبر هذا المؤشر أهم المؤشرات الآسيوية عامة وفي اليابان خاصة لأنه يتكون من 1165 مؤسسة شاملة بذلك كل القطاعات في الاقتصاد الياباني، بني هذا المؤشر على أساس القيمة السوقية لجميع المؤسسات المكونة للمؤشر، وبالتالي فهو يعكس وضعية الأسواق المالية في اليابان بصورة دقيقة جداً أكثر من مؤشر نيكاي، أنشأ هذا المؤشر سنة 1968، ويعتبر من أقدم المؤشرات الآسيوية بقيمة أساس 100 نقطة.
- **مؤشر هانج سنغ (HANA SANG SUDIX):** يضم هذا المؤشر أسهم لـ 33 شركة مدرجة في سوق هونج كونج للأوراق المالية، وهذه العينة المأخوذة في بناء هذا المؤشر تمثل 75% من القيمة السوقية للبورصة، وبذلك فيتكون هذا المؤشر من أربعة قطاعات، وهي: قطاع التجارة والصناعة المالية، المرافق العامة، وقطاع العقارات. بدأ العمل به سنة 1964 بقيمة أساس 100 نقطة.

4. مؤشرات الأسواق المالية الناشئة:

في الجدول الموالي سوف نستعرض أهم المؤشرات للأسواق المالية الناشئة.

الجدول رقم 03: مؤشرات الأسواق المالية الناشئة

المؤشر	البلد	نبذة عن المؤشر
JSE Index	إندونيسيا	يمثل أسعار بيع أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة إندونيسيا أنشئ سنة 1982 بقيمة أساس 100 وهو مرجح بقيمة السوقية.
TSE index أو Twse	تايوان	هو مؤشر مرجح للرسملة لجميع الأسهم المدرجة والمتداولة في بورصة تايوان أنشئ سنة 1966 بقيمة أساس 100 نقطة.
Straits times مؤشر بانكوك	سنغافورة	يضم أسهم أكبر 50 شركة مدرجة في بورصة سنغافورة
SET Index مؤشر بانكوك	تايلند	هو مؤشر مرجح للرسملة للأسهم المتداولة في بورصة تايلند أنشئ سنة 1975 بقيمة أساس 100 نقطة.
KLSE Indix	ماليزيا	يتكون مؤشر KLSE من أكبر 30 شركة من حيث القيمة السوقية في بورصة ماليزيا الرئيسية، أنشئ سنة 2009
ASE	الأردن	يعد مؤشر ASE المؤشر العام لبورصة عمان، فهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للشركات الأكثر سيولة والأضخم من حيث رأس المال المتداول بدأ العمل به منذ 1990 بقيمة أساس 1000 نقطة
TASI	السعودية	يعتبر المؤشر العام للبورصة السعودية، تم تطوير هذا المؤشر بقيمة أساسية 1000 سنة 1985، وتم إعادة هيكلته في 2008/06/30 للشارة يستثني هذا المؤشر في حسابه المؤسسات ذات الصفقات

الصغيرة (التداولات التي تقل قيمتها عن 15000 ريال سعودي)		
يعد المؤشر العام لسوق دبي المالي، وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية لجميع الأسهم المدرجة في البورصة بقيمة أساسية تقدر بـ 1000 نقطة.	دبي	DFMGI
هو مؤشر العام لبورصة البحرين، وهو مؤشر مرجح من حيث القيمة السوقية لجميع شركات المساهمة البحرينية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية تم إطلاق العمل به منذ عام 2004 ويعتبر مؤشرا قياسيا لأنه يشمل جميع الشركات المحلية المدرجة في البورصة في البحرين	البحرين (المنامة)	BAX
هو مؤشر مرجح للرسملة يحتوي على أسهم من بورصة طوكيو (TSE)، إطلاق المؤشر في 31 ديسمبر 1997 بقيمة أساسية تقدر بـ 1000 نقطة .	تونس	TUNINDEX
هو مؤشر معوم تعويما حر واسع النطاق يضم جميع الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء تم إنشائه في 02 يناير 2002.	المغرب	MASI

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات مستخرجة من موقع [investing.com](http://investing.com)

#### المطلب الرابع: الأسواق المالية الناشئة (Emerging Financial markers):

في ظل العولمة المالية والتحرر المالي والانفتاح العالمي ظهرت أسواق مالية متطورة ولكن لم ينسب تطورها إلى البلد الذي نشأت فيه، بل ظهرت في بلدان نامية (ولهذا أطلق عليها الأسواق المالية الناشئة)، والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية للأسواق المالية.

تميزت هذه الأسواق بالعوائد الكبيرة التي أدت إلى جذب الاستثمارات من مختلف الدول بغية منهم في توزيع محافظهم المالية، مما أدى بالأسواق المالية الناشئة إلى اندماجها مع الأسواق المالية الدولية.

### أولاً: مفهوم الأسواق المالية الناشئة

#### 1. تعريف الأسواق المالية الناشئة:

تعتبر الأسواق المالية الناشئة أسواق للأوراق المالية التي تكون في المرحلة الانتقالية أي من سوق ضعيف إلى سوق متطور، ويكون حجمها ومستوى تطورها ونشاطها في تزايد مستمر، فإذا أخذنا تصنيف Standard Pforr يجب توفر الآتي لكي نقول على سوق مالي بأنه سوق ناشئ (زيطاري، 2004، صفحة 44):

- أن يكون ينتمي السوق إلى اقتصاد ذو دخل متوسط أو ضعيف.
  - أن يكون رأس مال السوق المعتد للاستثمار منخفض مقارنة بالناتج المحلي الخام.
- كما تم تعريف الأسواق المالية الناشئة على أنها مجموعة الأسواق المتواجدة بالدول النامية، تشترك جميعها بارتفاع عوائد الاستثمار فيها، إلى جانب ارتفاع تقلبات أسعارها، وبهذا المثل فرصاً لتوزيع الربح بالنسبة للمشاركين في الأسواق المتقدمة (خبابة، 2004، صفحة 03). وعلى هذا فإنه لا بد من النظر إلى ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية فبعض الأسواق قد برزت فعلاً، وبعضها في طريق البروز، وأخرى ستظهر لاحقاً.
- يوضح الجدول الموالي قائمة الأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية، كالآتي:

الجدول رقم 04: قائمة الأسواق المالية الناشئة

أوروبا	إفريقيا	أمريكا اللاتينية	شرق آسيا	جنوب آسيا	الشرق الأوسط
تركيا	نيجيريا	برازيل	الصين	باكستان	مصر
روسيا	مصر	الشيلي	الفلبين	الهند	البحرين
سلوفينيا	المغرب	المكسيك	تايوان	ماليزيا	عمان
المجر	جنوب إفريقيا	فنزويلا	تايلندا	اندونيسيا	إيران
بولونيا	زيمبابوي	ليبرو	كوريا الجنوبية		المملكة العربية
اليونان	تونس	الأرجنتين			السعودية
جمهورية التشيك		كولومبيا			

المصدر: Emerging Market data base 2018

ومن خلال الجدول السابق يمكن تصنيف الأسواق المالية الناشئة ضمن ثلاث مجموعات أساسية، هي:

- الأسواق المالية الناشئة الأكثر تقدما:

وهي تضم كل من ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلندا... الخ. وهي تشترك في عدة خصائص مع

الأسواق المالية المتطورة، وهي كالأتي (سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني: درتسة

حالة بورصة ماليزيا. (أطروحة دكتوراه)، 2015، صفحة 47):

- استعمال تقنيات متطورة نسبيا في التبادلات.
- اندماجها مع الأسواق الدولية.
- معدلات منخفضة للتضخم.
- استقرار نسبي في أسعار الصرف وهو ما سوف ندرسه في الجانب القياسي.
- تطور الأنظمة المالية والمصرفية.

- الأسواق حديثة النشأة:

هي الأسواق التي تتميز اقتصادياتها بالتقدم، لكن أسواقها المالية حديثة النشأة، وتضم كل من أسواق بلدان أوروبا الوسطى (كتركيا، اليونان)، وأسواق البلدان التي ظهرت اثر سقوط الاتحاد السوفيتي السابق (كسلوفينيا، الجرج)، كذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا(الحناوي و العبد، 2002، صفحة 379).

- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق:

وهي تضم سوق الأرجنتين، البرازيل، الهند، نيجيريا، والفلبين والتي اعتبرتها international finance corporation سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها كتقنية المقاصة، نشر المعلومات استخدام المعلوماتية في التسعير (pricing)، على الرغم من تطورها لكنها لازالت تعاني مشاكل عديدة وهيكلية كالتضخم الحاد، عدم التوازن في المبادلات الخارجية. فالتطور أحيانا غير كافي لكي نقول أن السوق المالي متقدم، ولكن هذه الأسواق تسيير بالاتجاه الأفضل(اسحاق، 2015، صفحة 162).

2. الخصائص الأساسية للأسواق الناشئة:

تتميز الأسواق الناشئة بخصائصه عديدة، أهمها: خطر التقلبات الحادة، سيولة هذه الأسواق ورسمتها في البورصة، وتنظيم الأسواق.

1-2 الخطر والمردودية:

إن الخطر الذي ينشأ عن الاستثمار في أصل مالي يتضح من خلال التطاير (volatilité)، أي الفارق المعياري للمرد وديات (écotype des rentabilités) الذي يلاحظ من فترة لأخرى، وبالعودة إلى النظرية المالية فإن العائد المرتقب الأصل المالي يزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي نتيجة ضعف الرسملة (capitalisation)، إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكوناتها فظهر قد يثير تقلبات حادة في الأسعار، لأن هذه الأسواق تتسم بالحساسية الشديدة لبعض العوامل الخارجية كتغيرات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية التي تؤثر بصفة مباشرة على الاقتصاد.

## 2-2 سيولة السوق ودرجة تركزه:

إن حجم السيولة وتركز السوق بتضخمات من خلال عوامل عديدة، نوجز أهمها في:

- حجم التبادلات، قيمة العمليات.
- الرسملة في البورصة، المجال الذي تشتغل فيه الشركات العشر أو في العشرين الأكبر حجما والأكثر أهمية في الرسملة في البورصة.
- يعتبر التركيز المحدد الأكثر أهمية في مثل هذه الأسواق، إذا ما تم مقارنته مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة. ففي الومأ الشركات العشر الأوائل لا تمثل 13% من إجمالي رسملة السوق، ونرى العكس بالنسبة للسوق المالي الاندونيسي حيث تمثل 35% من إجمالي رسملة السوق و80% في السوق الفنزويلي.

## 3-2 تنظيم السوق:

من بين ركائز التنظيم الأساسية للسوق ما يلي (وسام ملاك، 2003، الصفحات 104-109):

- الاستخدام الواسع للمعلوماتية: أي استخدام أحدث تقنيات وبرامج المعلوماتية، ونلاحظ تفاوت كبيرا للأسواق الناشئة في مدى استخدامها المعلوماتية، مثل بورصة سنغافورة تتمتع بأنظمة نقل الملكية ومقاصة تشبه تلك التي تستخدم في الأسواق المتطورة، أما بالنسبة لأسواق إفريقيا وبعض أسواق آسيا باتت تعاني تقنيات بدائية في التعاملات وإتمام المعاملات.



• إعلام وحماية المستثمرين: أي أن توفير المعلومة المتعلقة بالشركات وشفافيتها تعتبر عنصر محفز لجذب المستثمرين.

• التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه سعياً لتطوير السوق المالي: يتطلب تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة من جهة والقيام بضبط قواعد السوق لتحقيق الاستقرار من جهة أخرى. فالملاحظ في الأسواق الناشئة أن القواعد المعتمدة فيما يتعلق بأداء النظام المالي ونشر المعلومة ودقتها، لم يرتقي إلى المستوى الذي يتوافق مع المعايير الدولية.

### ثانياً: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

**1- مرحلة البداية:** تعرف الأسواق الناشئة بقلّة عدد الشركات فيها وانخفاض أسعار أسهمها نظراً للتقلبات الحادة في الأسعار، مع ارتفاع درجة التركيز ونتجه أسعار الأصول المالية إلى الارتفاع في هذه المرحلة، مما يجعلنا تستقطب بعض المدخرات المحلية مثل: كينيا، بولندا وشرق أوروبا.

**2- مرحلة النمو:** تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة وتنوع الأصول المالية خاصة الأسهم، بالإضافة إلى البدء في عملية تطوير النظام العام للسوق المالي، بما يعرف باللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح وتبدأ في لفت نظر المستثمر الأجنبي مثل المغرب، الهند، البرازيل.

**3- مرحلة التطور:** في هذه المرحلة تصبح عوائد السوق مرتفعة نظراً لزيادة حجم التعاملات والإصدارات، بالإضافة إلى انخفاض نسبي في نسبة التقلبات خاصة من خلال الدعم الذي تقدمه شركات القطاع الخاص التي كانت تابعة للقطاع العام وتخصّصه فتطرح أولى إصداراتها للجمهور، الأمر الذي يعزز دور الوساطة المالية، ويقلل من درجة المخاطر خاصة في ظل استحداث وسائل لحماية الاستثمار، وكمثال لمثل هذا السوق الماليزي (الذي هو محور دراستنا)، سوق تركيا، المجر، اندونيسيا، وأسواق الأرجنتين.

4- مرحلة النضج: تعتبر آخر مرحلة وتصبح فيها الأسواق أكثر نضجا وتطورا، وتتسم هذه المرحلة بدرجة عالمية من السيولة نتيجة نشاط المتاجرة، استقرار السوق وغيره، واتساع السوق وانخفاض درجة المخاطر المتعلقة بالأوراق المالية. ويصبح السوق أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب.

### ثالثا: أسباب نمو الأسواق المالية الناشئة:

لقد اختلفت آراء المفكرين وصناع القرار حول تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو السريع الذي حققته الأسواق الناشئة، وتفصيل ذلك على النحو الآتي:

1- **العوامل الخارجية:** وتسمى أيضا بعوامل الدفع من الأسباب الرئيسية للنمو الأسواق المالية الناشئة، وهي كما يلي (اسحاق، 2015، الصفحات 164-165):

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، ومثال ذلك انخفاض معدات الفائدة المطبقة في البنوك الفيدرالية في الومأ من 9.8٪ سنة 1989 إلى 2.9٪ في سنة 1992، مما عزز دور الأسواق المالية الناشئة، وأصبح فرصة الاستثمار فيها كبيرة خاصة أن العائد فيها كان مرتفع.
- يعتبر الركود الاقتصادي الذي شهده العالم وخاصة الدول الصناعية في أوائل التسعينات خاصة عند انفجار أزمة 1929 السبب المهم وراء توجه الاستثمارات العالمية إلى مثل هذه الأسواق خاصة، وأن تلك الدول انخفض فيها الطلب على الأموال.
- التغييرات المؤسسية والقانونية التي التمسها الدول المتقدمة.
- زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين مثل: شركات التأمين صناديق المعاشات، حيث يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في الومأ الاستثمار في الأوراق المالية لأمريكا الجنوبية، بينما يفضل البريطانيون الاستثمار في الأوراق المالية لدول أوروبا الشرقية أما المستثمرون المؤسسين في اليابان فيفضلون في الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا.

- كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة إلى تحسين كفاءتهم من خلال الاتصال المباشر مع المؤسسات الأجنبية التي تستعمل التكنولوجيا المتطورة الأمر الذي ساعد في انتقال التكنولوجي إلى مثل هذه الأسواق.

## 2- العوامل الداخلية: وتسمى بعوامل الجذب، وتمثل في مختلف الإصلاحات الاقتصادية التي تضعها

اقتصاديات الأسواق المالية الناشئة لكي تحسن من البنية التحتية المؤسسية لأسواقها لكي تساعد على

جذب الاستثمارات خاصة الدولية منها، ومن بينها: (صقر، 2003، الصفحات 116-120):

- سياسيات الإصلاح الاقتصادي: قامت معظم الدول النامية بإجراء تعديلات فيما يخص السياسات الاقتصادية المطبقة والغرض منها توفير مناخ استثماري ملائم، بالإضافة إلى تعزيز دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، كذلك تسعى هذه الدول إلى تحقيق استقرار في أسعار الصرف لأن تقلب هذا الأخير يؤثر سلعا على الاستثمارات الأجنبية.

- ارتفاع معدات النمو الاقتصادي، ويعتبر هذا العامل من العوامل الأساسية التي شجعت الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة. ومثال ذلك: تايلندا، اندونيسيا، وكوريا، حيث حققت هذه الدول معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول المتقدمة، مما دفع المدراء والمحافظين المليون الاستثمار في مثل هذه الأسواق، لأن التوقعات تدل على أن ارتفاع معدلات النمو فيها، ومن بين التوقعات أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا (الأسواق الناشئة).

- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية: فمن بين الإصلاحات المالية التي قامت بها اقتصاديات الأسواق الناشئة، تحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الأثمان الموجه، وضع بنية أساسية لتعميق الأسواق المالية، إدخال الصكوك المالية كأداة جديدة للاستثمار، تبسيط إجراءات قيد الشركات، تخفيض الضرائب

والرسوم على الخدمات. فمثلا في الهند ألغت الحكومة مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس مال، وسمحت للشركات بتحديد سعر و توقيت الإصدارات الجديدة، كذلك ساهمت عملية الخصخصة في رفع كفاءة الأسواق المالية الناشئة من خلال زيادة العرض في الأسواق المالية.

#### رابعا: آثار الأسواق المالية الناشئة على اقتصادياتها

إن محاولة اقتصاديات الدول الناشئة للوصول إلى درجة تطور الأسواق المالية المتقدمة أجبرها القيام بحركة إصلاح اقتصادي لمواكبة العولمة المالية من خلال تحرير أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها من سياسات التي انعكست إيجابيا على معدلات النمو لديها، لكن من جهة ثانية لم تستطع أمام التدفق الكبير لرؤوس الأموال تحمل ذلك نظرا لهشاشة بنية التسيير و الرقابة فيها، إلى جانب ضعف منظومتها المصرفية، مما جعلها عرضة لمخاطر عديدة. وفيها يلي أهم الآثار الايجابية والسلبية للأسواق المالية الناشئة.

#### 1- الآثار الايجابية للأسواق المالية الناشئة:

لقد نتج عن دخول رؤوس الأموال إلى الدول النامية للاستثمار في أسواقها المالية عدة آثار ايجابية انعكست على مستوى التنمية الاقتصادية للدول، أهمها:

#### 1.1 تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى دول الأسواق الناشئة: إن دخول الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق

المالية الناشئة وفدت لهذه الأسواق رؤوس أموال كبيرة قامت بتعبئة المدخرات المحلية والشركات المحلية، مما أدى إلى زيادة الاستثمارات، وبالتالي ارتفاع نسبة الإنتاج الذي انعكس إيجابيا على الناتج المحلي، وعليه يمكن القول أن نشاط الأسواق المالية الناشئة وزيادة الاستثمارات المالية بها يؤدي إلى زيادة في الاستثمارات الحقيقية بدول الأسواق الناشئة، وهنا يظهر أثر المضاعف (يعني الزيادة في الاستثمار سيؤثر بالزيادة في الدخل).

**2.1 انخفاض تكلفة الاستثمار:** إن بروز الأسواق المالية الناشئة واجتذاب التدفقات المالية في شكل استثمارات مالية ساعد هذه الدول الحصول على تمويلات وبتكلفة أقل من تكلفة الإقراض التي كانت تلجأ إليها مسبقاً، وفي أسواقها المالية المحلية دون اللجوء إلى افتراضات دولية (عزوز، 2013، الصفحات 194-195).

**1.3 تحسين قيمة العملة:** إن التدفق الكبير لرؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق المالية الناشئة أدى إلى ارتفاع الطلب على العملة المحلية، وبالتالي زيادة الطلب يحسن من قيمة سعر الصرف الاسمي للعملة الذي يعكس مباشرة على سعر الصرف الحقيقي، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة مقارنة بالعملات الأجنبية (شرار، 2010، صفحة 216).

بالإضافة إلى عدة آثار إيجابية أخرى، منها:

- تخفيف حدة التقلبات الاقتصادية، والقيام بإصلاحات دورية للسياسات والتشريعات التي تفرضها دول الأسواق المالية الناشئة.
- ارتفاع إيرادات الدولة من خلال الضرائب التي تعرضها على الاستثمارات، وتعبئة المدخرات المحلية.
- تحسين البنية التحتية للدول النامية، وزيادة الاستثمارات.
- إن يساعد في القضاء على البطالة.

## 2- الآثار السلبية للأسواق المالية الناشئة:

على الرغم من المزايا العديدة التي تقدمها الأسواق المالية الناشئة إلا أن لها تأثير سلبي على اقتصادياتها، أهمها :

### 1.2 عدم تجانس المعلومات: يقصد بها عدم تماثل المعلومات المقدمة عن القيم الحقيقية للأسعار الشركات

قد يؤدي إلى عدم تجانس المعلومات، وبالتالي حدوث أزمات كالأزمة المتعلقة بتدهور أسعار الأوراق المالية.

**2.2 أثر العدوى:** تعرف العدوى على أنها انتقال التقلبات في سوق ناشئ إلى آخر، ويحدث ذلك طفرة ومنه أزمة اقتصادية قد تؤدي أزمة في بلد ما إلى دفع مستثمرين لسحب أموالهم من العديد من الأسواق المالية خاصة الناشئة، دون تمييز لاختلاف هذه البلدان لتجذب الذعر المالي الذي أصبح ينتاب المستثمرين خاصة منذ حدوث الأزمة العالمية المالية (زيادة الاستثمارات)، ويطلق على هذا التصرف بسلوك القطيع الناجم عن فقدان الثقة والخوف من الخطر.

**3.2 المضاربات:** تعرف الأسواق المالية الناشئة بوفرة في معدلات السيولة التي تسمح للمضاربة بتعديل محافظهم بسرعة وبتكاليف زاهدة استجابة للتغيرات في الشائعات والمعلومات المتداولة، دون تغيير في الأساسيات الاقتصادية، الأمر الذي يحدث تقلبات حادة في العوائد، مما يضعف ثقة المستثمرين خاصة الأجانب الذين لا يجنون المخاطرة ، وأشار الاقتصادي Demetriadas (1998) إلى أن الزيادات المفرطة في أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة قد تكون نتيجة للقطاعات التي تنتج عن المضاربة (صالحى، آليات اندماج وتفاعل الاسواق المالية الناشئة ضمن العولة المالية. (رسالة ماجستير)، 2015، صفحة 85)

بالإضافة إلى سلبيات أخرى، نوجزها في الآتي (علي، 2014، الصفحات 188-190):

- كثرة التقلبات وذلك لأسباب عديدة كافتقار الأسواق الناشئة إلى الآليات المؤسسة المتاحة في الأسواق المتقدمة للحد من المضاربة، كذلك افتقار الاقتصاديات الأسواق الناشئة إلى توزيع ينخفض الطلب على إحدى السلع أو يتعرض قطاع معين إلى انخفاض الطلب على ضمن الممكن أن تتأثر السوق بدرجة عالية مقارنة ما إذا كان اقتصاد ما يتميز بالتوزيع.
- ارتفاع التكاليف الإدارية في الأسواق الناشئة مقارنة مع الأسواق المتقدمة، وهذا راجع إلى ارتفاع السماسرة والضريبة.

## المبحث الثالث: الدراسات السابقة

لتحديد متغيرات الدراسة والأدوات المستعملة لإجراء الدراسة التطبيقية، اضطر الباحث أن يرجع لمجموعة من الدراسات التطبيقية السابقة التي عالجت موضوع البحث أو لها صلة بموضوع الدراسة. ومن خلال ذلك سنحاول استعراض مجموعة من الدراسات السابقة التي رآها الباحث مهمة وذات صلة مباشرة بالموضوع، ومن ثم مقارنة النتائج المتوصل إليها بنتائج الدراسات القبلية.

## المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سنحاول من خلال هذا المطلب عرض تشكيلة متنوعة من الدراسات السابقة التي سبق وعالجت نفس موضوع دراستنا من الأحداث إلى الأقدم.

1. دراسة NesrinMechri and all (2019). The Impact of The Exchange Rate

Volatilities On Stock Markets Dynamics-- Evidence from Tunisian and Turkey

تهدف الدراسة إلى تحديد أثر تقلبات أسعار الصرف على تقلبات أسعار الأسهم، لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) باستخدام نموذج GARCH للفترة (2002-2017)، وتم التوصل إلى ما يلي:

- بالنسبة لتونس: تقلبات سعر الصرف تؤثر بشكل كبير على تقلبات الأسعار في البورصة، إلى جانب متغير الذهب والنفط، لكن يلاحظ أن تونس تأثرت بشدة بثورة الربيع العربي سنة 2011، حيث تأثرت المالية بشكل عام في تونس بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي الذي انعكس خلال هذه المرحلة على سلوك المستثمر، حيث جعل الانخفاض في سعر الصرف يؤثر سلبا في السوق المالية.

- بالنسبة لتركيا: تمثل تركيا المرتبة الأولى من حيث القوة الاقتصادية في الشرق الأوسط، حيث عاشت تركيا الرخاء حتى أوائل 2016 عانت تركيا بسبب عدم الاستقرار السياسي، مما أدى الى تدهور مناخ الأعمال وسقوط الليرة التركية، وكل هذه الأحداث أثرت سلبا على سعر الصرف وعلى سعر الفائدة.
- أن النتائج تثبت وجود تأثير لتقلب سعر الصرف، تقلب أسعار الذهب وتقلب أسعار النفط على ديناميكية سوق الأوراق المالية في تونس، في حين تأثر سوق الأوراق المالية التركية بتقلب أسعار الصرف وتقلب أسعار الفائدة وتقلب أسعار الذهب.

2. دراسة **Charles o Manasseh and all** (2019). Interactions between stockprices

and exchange rates: Anapplication of multivariate Var-Garch model

تهدف هذه الدراسة لاختبار تفاعلات أسعار الصرف ومؤشر أسعار الأسهم باستخدام نموذج VAR-

GARCHبيانات شهرية تمتد من جانفي 2000 إلى أكتوبر 2014، ومن أهم نتائجها:

- أن هناك علاقة مستقرة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف.

- وجود علاقة سببية تمتد من سوق الأوراق المالية إلى سوق الصرف.

3. دراسة **Bala Sani AR & Hassan A** (2018). Exchange Rate and Stock Market

"Interactions: Evidence from Nigeria

تعالج هذه الدراسة العلاقة بين أسعار الصرف وسوق الأوراق المالية في نيجيريا خلال الفترة من 1985 -

2015 بيانات سنوية مع الاستعانة بنموذج ARDL، وسببية Granger، حيث استخدم الباحث في نمودجه

متغيرات: سعر صرف النيرة مقابل الدولار الأمريكي، العرض النقدي M2، والنمو الاقتصادي GDP كمتغيرات

مستقلة والمؤشر العام لبورصة نيجيريا كمتغير تابع.ومن خلال الاختبارات المذكورة توصل الباحث إلى بعض

النتائج، أهمها:



- وجود علاقة طردية طويلة الأجل بين متغير سعر الصرف والنمو الاقتصادي على سوق الأوراق المالية في نيجيريا. وعلاقة عكسية بين العرض النقدي ومؤشر السوق.
  - كشف اختبار Granger على وجود اتجاه أحادي يتجه من سعر الصرف إلى مؤشر السوق المالي، وكذا اتجاه أحادي يتجه من السوق المالي إلى متغير العرض النقدي.
  - كشف اختبار السببية عن عدم وجود اتجاه يتجه من النمو الاقتصادي إلى السوق المالي.
4. دراسة يعقوبي محمد. (2018). دراسة مقارنة لتأثير تغيرات سعر الصرف على المؤشرات المالية

#### الإسلامية والتقليدية على مستوى الأسواق المالية الناشئة.

قام الباحث بدراسة الأثر بين تغيرات سعر الصرف على المؤشرات المالية الإسلامية والتقليدية على مستوى الأسواق المالية الناشئة، وكان الهدف من هذه الدراسة إبراز العلاقة بين سعر الصرف كمتغير مستقل والمؤشرات المالية الإسلامية والتقليدية كمتغيرات تابعة، وشملت عينة الدراسة بورصتين ناشئتين، وهما: بورصة اندونيسيا باعتبارها أكبر البورصات الناشئة في العالم، وبورصة سنغافورا خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2016.

وتمحورت إشكالية الدراسة حول: مدى تأثير تغيرات سعر الصرف على المؤشرات المالية الإسلامية والتقليدية المدرجة على مستوى البورصات الناشئة، حيث استعانت الباحثة لمعالجة الإشكالية السابقة واختبار الفرضيات الموضوعية بنموذج ARDL (نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة)، وهذا من أجل معرفة وتقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل. وتوصلت الدراسة إلى:

- أن سعر الصرف يؤثر باتجاه عكسي على تغيرات المؤشر في بورصة اندونيسيا، في حين يؤثر سعر الصرف على المؤشر في سنغافورة باتجاه طردي.
- أن قوة التأثير في بورصة إندونيسيا مرتفعة، حيث بلغ معامل التجديد أكثر من 88%، في حين بلغ قيمته على مستوى بورصة سنغافورة 15%.

- وجود علاقة طويلة الأجل بين تغيرات سعري الصرف (سنغافورة وأندونيسيا) والمؤشرات المالية، لكن المؤشرات المالية الإسلامية أثبتت أنها أكثر قدرة على مقاومة تغيرات أسعار الصرف مقارنة بالمؤشرات المالية التقليدية.

5. **دراسة الطيب الهادي يحيى. (2017).** قياس أثر تقلبات سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نماذج GARCH.

عالج الباحث موضوع قياس تقلبات سعر الصرف وأثره على مؤشر أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2004 إلى 2016، من خلال إشكالية أثر تقلبات سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية. وهدفت الدراسة إلى صياغة نموذج لقياس أثر تقلبات سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، بالإضافة إلى معرفة اتجاه العلاقة بين تقلبات سعر الصرف ومؤشر أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية. وتوصل الباحث إلى:

- وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تقلبات سعر الصرف ومؤشر أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وأن سعر الصرف يستجيب للصدمات الخارجية بأشكالها المختلفة.

- أن نماذج GARCH لها قدرة عالية في التنبؤ بتقلبات سعر الصرف.

6. **دراسة: Abiola Babaturde Abimbola & Joseph Olusegun. (2017).**

Appraising the exchange rate volatility, Stock Market performance and Aggregate output nexus in Nigeria

تعالج الدراسة تأثير تقلبات أسعار الصرف، وأداء سوق الأوراق المالية على إجمالي الإنتاج في نيجيريا، وتم استعمال بيانات السلاسل الزمنية الفصلية باستخدام نموذج Var ونموذج Garch وسببية جرانجر، حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، أهمها:

- أن سعر الصرف وسعر السهم متقلبان ويؤثران بشكل كبير على إجمالي الإنتاج.
- وجود علاقة إيجابية قوية بين سعر الصرف وحركة سعر السهم والإنتاج الكلي.
- أثبت اختبار جرا نجر للسببية أن تقلب سعر الصرف يسبب حركة في سعر السهم، وبالتالي ينعكس هذا التقلب على الناتج الإجمالي.
- أن هناك علاقة سببية واضحة بين تقلب سعر الصرف وأداء سوق الأسهم والإجمالي في نيجيريا، وبذلك فإن النمو الاقتصادي يتحقق من خلال سعر صرف فعال يشجع الاستثمار الأجنبي المباشر.

7. دراسة **PradipKumar Mitra** (2017). Dynamics of volatility spillover between

the Indian stock market and foreign exchange market return

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة التأثير غير المباشر بين السوق المالي للأوراق المالية الهندي وعوائد سوق الصرف الأجنبي، ولهذا سعى الباحث في تقديمه لفكرة عن كيفية نقل المعلومات من سوق الصرف إلى الأسواق المالية، حيث تم قياس علاقة التقلبات بين عائد سوق الأسهم الهندي والعائد من أربعة أزواج من العملات التي يتم تداولها في الهند. واثنين من مؤشرات الأسهم الأكثر استخداما (SENSEX و NIFTY) تم اختيارهم بيورستي بومباي للأوراق المالية (BSE) و البورصة الوطنية للهند (NSE)، حيث تم تطبيق نموذج GARCH و COINTGNATION لاختبار التقلبات والعلاقة في الأمد الطويل بين هذين السوقين، وتم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أنه:

- يوجد تذبذب في سعر الصرف ويؤثر بطريقة غير مباشرة بين سوق الأسهم الهندي وسوق الصرف الأجنبي، وهذا التذبذب ثنائي الاتجاه.
- وجود علاقة في المدى الطويل بين السوقين وتدفق المعلومات.

8. دراسة ClementMwaanga&NsamaNjebele (2017). The Long-Run and

Short-Run Relationship between the Exchange Rates and Stock Market Price

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية في زامبيا باستعمال بيانات شهرية امتدت من يناير 2014 إلى ديسمبر 2016 باستخدام نموذج VAR و نموذج ARDL، أما بالنسبة لمتغيرات الدراسة فكانت أسعار صرف عملة كواشا مقابل الدولار الأمريكي (سعر الصرف الحقيقي)، ومؤشر بورصة زامبيا. وتوصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة عكسية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة في حين لاحظ الباحث غياب العلاقة في الأمد القصير.

9. دراسة محفوظ جبار. (2016). أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية: دراسة إحصائية

لبعض الأسواق المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول من سنة 2015.

تعالج الدراسة مسألة تقلبات أسعار الصرف ومدى تأثيرها على الأسواق المالية، باستعمال نموذج الانحدار البسيط والمتعدد لقياس مدى استجابة المتغيرات التابعة إلى المتغيرات المستقلة، حيث كان نتائج تمثلت نتائج الدراسة في:

- أن العملات العربية المكونة للعينة قد تميزت بالاستقرار شبه التام لمعظمها خلال فترة الدراسة، الأمر الذي جعلها مستقلة عن تطور الأسواق المالية العربية في أغلب الحالات، وبالتالي لم يكن لها تأثير يذكر على تلك الأسواق

- أن هناك ارتباط أقوى بين أسعار صرف العملات العالمية والأسواق المالية للدول المتقدمة، وذلك بسبب الاستقرار النسبي للعملة العالميتين.

10. دراسة طلال سليمان. (2016). أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم: دراسة

تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية الممتدة 2011-2015.

عالج الباحث موضوع أثر تقلبات سعر الصرف الليرة السورية على المؤشر العام للأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث كان الهدف من الدراسة توضيح العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف ودرجة تأثيرها على أسعار الأسهم في بورصة دمشق، واستعانت الباحثة بنموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وسببية جرانجر لاختبار العلاقة بين المتغيرات الدراسة للفترة (2011-2015). وأفصحت نتائج الدراسة عن:

- عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين، حيث تبين من خلال مصفوفة الارتباط وجود ارتباط ضعيف بين متغيرات الدراسة.

- وجود علاقة عكسية بين المؤشر وسعر الشراء الدولار والجنيه وسعر بيع اليورو.

- استبعد الباحث إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الأوراق المالية، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

11. دراسة معزز محمد ميدو. (2016): أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية: دراسة تحليلية

لسوق دمشق للأوراق المالية.

تضمنت الدراسة اختبار أثر تقلبات أسعار صرف الليرة السورية على أسعار أسهم شركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مقابل سلة العملات (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، اليورو، الين الياباني) للفترة من 2010-01-01 إلى غاية 2012-12-31 (بيانات شهرية). وتمحورت إشكالياتها من أن المؤسسات المالية تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على أسعار الصرف من خلال تأثيره على تكاليف وأرباح المؤسسات، مما سينعكس هذا التأثير على قيمة أسهمها المتداولة في السوق المالي، وبالتالي على مؤشر التداول. كما هدفت الدراسة إلى التعرف

على طبيعة العلاقة بين التغيرات في مؤشر التداول وأسعار الصرف الليرة السورية مقابل سلة العملات الرئيسية. وتوصلت الدراسة إلى بعض النتائج، أهمها:

- أن ارتفاع أو انخفاض مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من فترة إلى أخرى لا يعكس حقيقة تطور النشاط الاقتصادي أو معدلات النمو الاقتصادية في سورية.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار الأمريكي ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الإسترليني والين الياباني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

12. دراسة Quang Hung Bui (2016) & all. Causal correlation between exchange

date and stock index Evidence from -VN-Index

عاجلت هذه الدراسة العلاقة السببية لأسعار الصرف وأسعار الأسهم في دولة الفيتنام باستخدام بيانات يومية للفترة 2007-2014، حيث استعان الباحث بعدة اختبارات، منها اختبار جذر الوحدة واختبار KPSS، إلى جانب اختبار التكامل المشترك لجوها نسن، واختبار Granger لتحديد العلاقة السببية بين المتغيرين. وأثبتت نتائج الدراسة أنه:

- عدم وجود ارتباط بين سعر الصرف وسعر الأسهم (أي أن سعر السهم ليس له أي تأثير على سعر الصرف والعكس صحيح).
- وجود حركة مشتركة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة باستخدام اختبار جوهانسن.

- أن سوق الأوراق المالية في دولة الفيتنام يتأثر بالشائعات عن السوق، وهذا ما يوضح خصائص السوق غير الفعال (سوق مالي ناشئ).
- لا يعكس سوق الأوراق المالية الفيتنامي وضع السوق الفعلي وكذلك الاقتصاد، وبالتالي لا يمكن أن يؤثر تقلب أسعار الصرف بشكل مباشر على مؤشر الأسهم.

### 13. دراسة Iheanacho Eugene (2016). Dynamic Relationship between crude

Oil price, exchange rates and stock market performance in Nigeria

درس الباحث العلاقة بين أسعار النفط، أسعار الصرف وأداء السوق لمالي في نيجيريا للفترة (1995-2014) باستخدام نموذج VECM وسببية Granger Causality test، وهدفت الدراسة إلى معرفة نوع واتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة (خاصة وأن هذه الدراسة أضافت متغير أسعار النفط باعتبار أن نيجيريا بلد مصدر للنفط). وتوصل الباحث إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة في المدى القصير بين متغيرات الدراسة تتجه من سعر النفط إلى أسعار الصرف، ومن أسعار النفط إلى مؤشر سوق الأوراق المالية، ومن أسعار الصرف إلى مؤشر السوق المالي، والعكس ليس صحيح.
- من خلال اختبار Johansen اتضح أنه لا توجد علاقة في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة.

### 14. دراسة M.N archad & M.H yahia (2016). Relationship between stock market

returns and exchange rate in emerging stock market

قام الباحث بدراسة العلاقة بين عوائد سوق الأسهم وأسعار الصرف في خمس بورصات ناشئة (ماليزيا، سنغافورة، تايلاند، إندونيسيا والفلبين) للفترة (2003-2012)، قصد معرفة نوع واتجاه العلاقة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بتطبيق نموذج ECM وسببية Granger. وتوصل الباحث من خلال دراسته إلى:

- عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة قبل الأزمة المالية العالمية.
- وجود علاقة طويلة المدى بين متغيرات الدراسة بعد الأزمة العالمية لسنة 2008 في دولة الفلبين فقط حيث انعدمت العلاقة في الأسواق الأخرى.
- أظهرت نتائج اختبار السببية أن اتجاه العلاقة يكون من السوق المالي إلى أسعار الصرف في جميع عينة الدول ما عدا ماليزيا وسنغافورة، حيث أن اتجاه العلاقة بحما يكون من أسعار الصرف إلى الأسواق المالية وفي الأجل القصير.
- أن السوق المالي الماليزي أكثر كفاءة مقارنة مع الأسواق المالية الناشئة الأخرى محل الدراسة.

15. دراسة **Thankgod ; O & Karimo ; T** The effect of exchange rate

volatility on share price fluctuation in Nigeria

عالجت هذه الدراسة موضوع تأثير تقلبات سعر الصرف على تقلبات أسعار الأسهم في نيجيريا، من خلال

تطبيق نموذج GARCH، واختبار جرا نجر للسببية باعتماد بيانات شهرية للفترة الممتدة (1985-2012).

وأظهرت نتائج الدراسة أن:

- لسعر الصرف تأثير إيجابي على عوائد الأسهم المتداولة في سوق نيجيريا للأوراق المالية.
- أن لتقلب سعر الصرف تأثير سلبي على تقلبات أسعار الأسهم في سوق نيجيريا للأوراق المالية.
- أن توقعات سعر الصرف تساعد على التنبؤ بعوائد أسعار الأسهم.

16. دراسة **كاظم المعموري & عبود الزبيدي**. (2014): أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام

لأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2005-2011).



عاجلت الدراسة موضوع أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2005-2011) من خلال إشكالية أثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في العراق. وهدفت الدراسة إلى معرفة اتجاه التغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية مع التغيرات في أسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار، وتبيان نوع العلاقة بين هذه التغيرات، حيث تم الاستعانة بمنهجية جوهانس-جسليوس للتكامل المشترك، وسببية جرانجر. و أفصحت نتائج الدراسة أن:

- السمة الربعية التي يتميز بها الاقتصاد العراقي، وضعف القاعدة الإنتاجية جعله مرتبط بشكل كبير بالخارج، مما شجع هذه العوامل للتحكم في متغيرات الاقتصاد العراقي بما فيها سعر الصرف.
- وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين متغيرات الدراسة (تتجه من سعر الصرف إلى المؤشر العام للأسعار من جهة، ومن المؤشر العام للأسعار إلى سعر الصرف من جهة أخرى).
- يمكن لمؤشر سوق الأسهم أن يكون مؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي في المستقبل، بمعنى إمكانية التنبؤ من خلاله بالتغيرات المستقبلية، وهذا بالاستناد إلى نتائج الانحدار الذاتي.
- يمكن لسعر الصرف أن يستخدم كمؤشر للتأثير في النشاط الاقتصادي.

#### 17. دراسة Jung; w & Tiawuyan; F Dynamic Relationship between stock

prices and exchange rates Evidence from Chinese stock Markets

تضمنت الدراسة اختبار العلاقة بين أسعار الأسهم الصينية وأسعار الصرف في المدى الطويل والقصير، بالإضافة إلى دراسة السببية من خلال اختبار Johansen باستخدام بيانات شهرية للفترة (2002-2012) وتوصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة سببية في المدى القصير والطويل تمتد من أسعار الأسهم إلى أسعار الصرف الين الصيني.

- لم يكن للأزمة المالية العالمية تأثير على أسعار الأسهم الصينية من 2007 إلى 2009.

18. دراسة **Williams Trokon** (2014). The causal relationship between stock price

and interest rates

تناولت الدراسة العلاقة بين تحركات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، وإيجاد العلاقة السببية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في السوق المالي لكينيا للفترة الزمنية (2004-2013)، باستخدام نموذج SVAR واختبار Todayamamoto، وكذلك اختبار جرا نجر للسببية. وتوصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة عكسية في المدى القصير بين سعر الفائدة ومؤشر أسعار الأسهم خلال فترة الدراسة في السوق المالي لكينيا.

19. دراسة **Zubair Abdurasheed** (2013). Causal relationship between stock market

index and Exchange rate -Evidence from Nigeria

تضمنت الدراسة تقدير العلاقة السببية بين مؤشر سوق الأسهم والمؤشرات النقدية قبل وخلال الأزمة المالية العالمية 2008 لسوق نيجيريا للأوراق المالية، باستخدام اختبار التكامل المشترك لجوها نسن واختبار التكامل المشترك لجر انجر، وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة (2001-2011). وأشارت النتائج إلى:

- عدم وجود علاقة طويلة المدى قبل وخلال الأزمة بين مؤشر سوق الأسهم والمؤشرات النقدية محل الدراسة.

- أظهرت اختبارات جرا نجر للسببية وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تمتد من المؤشرات النقدية إلى مؤشر سوق الأسهم قبل الأزمة، أما خلال الأزمة فهناك غياب تام للسببية بين متغيرات الدراسة، وبالتالي فان عدم وجود صلة مباشرة بين مؤشر سوق الأسهم وسعر الصرف، وهذا يدل على أن السوق غير فعال.

20. دراسة حيدر حسين . (2013): أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي.

قام الباحث بدراسة تقلبات أسعار الصرف وأثرها على أسواق الأسهم في تركيا، وتمحورت إشكالية الدراسة حول التقلبات المفرطة لأسعار صرف الليرة التركية مقابل العملات الأجنبية وأسعار الأسهم في بورصة أسطنبول، وأثر هذه التقلبات على الاقتصاد التركي، واستخدم الباحث لعاجلة هذه الإشكالية اختبار فيليبس-بيرون واختبار جوها نسن للتكامل المشترك، وأيضاً تم الاستعانة بسببية جرانجر من أجل تبيان اتجاه العلاقة بين المتغيرات. وهدفت إلى توضيح العلاقة بين سوق الصرف الأجنبي وسوق الأوراق المالية، مع إبراز الأثر المتوقع لحركة الأسواق. وتوصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة في المدى الطويل بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في السوق المالي التركي.
- بينت نتائج اختبار الأثر ( $\lambda \max$ ) أنه يوجد اتجاه موحد للتكامل المشترك بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في تركيا.

- وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة خلال الفترة المدروسة وباتجاه موحد.

21. دراسة علي جبران. (2010): قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف: دراسة تطبيقية

على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية.

تفحص الباحث تأثير تقلبات سعر الصرف الدينار العراقي على عوائد الأسهم، حيث تجسدت مشكلة البحث حول التقلب المستمر لسعر صرف الدينار العراقي وتأثيره على قيمة الأسهم لعينة الدراسة المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية، ومعرفة ما إذا كانت لهذه التقلبات تأثيرات موجبة أم سالبة على عوائد الأسهم. في هدفت إلى قياس مدى استجابة أسعار الأسهم المتداولة في بورصة العراق للأوراق المالية للتقلبات التي تطرأ على سعر صرف العملة (الدينار العراقي) باستخدام الانحدار الخطي البسيط. وتوصل الباحث إلى:

- أن متغير أسعار الصرف يؤثر بدرجة ضعيفة على تحركات أسعار الأسهم، وبالتالي عدم وجود علاقة بين تقلبات سعر صرف الدينار العراقي وأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

22. دراسة **Yasarkose and all** (2010). On the causality between stock

prices and exchange rates Evidence from Turkish financial market.

تضمنت الدراسة معرفة نوع العلاقة واتجاهها بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في السوق المالي التركي، باستخدام بيانات يومية للفترة (2001 - 2009). وتوصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تنح من أسعار الأسهم نحو أسعار الصرف.

23. دراسة **Jashim; U&Lutfur; R** (2009). Dynamic relationship between stock

prices and exchange rates Evidence from three south Asian countries

تضمنت الدراسة معرفة التفاعلات بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في ثلاث دول ناشئة من جنوب آسيا (بنغلادش، الهند وباكستان) من خلال دراسة متوسط أسعار الصرف الاسمية للتاكا البنجلادشية، الروبية الهندية، الروبية الباكستانية مقابل الدولار الأمريكي والمؤشرات العامة لبورصات عينة الدراسة (مؤشر بومباي (الهند)، مؤشر كاراشي (باكستان) ومؤشر دكا (بنغلادش))، باستخدام بيانات شهرية للفترة (2003-2008)، وتم الاستعانة باختبار جوها نسن للتكامل المشترك، واختبار جرا نجر للسببية لمعرفة اتجاه السببية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى مايلي:

- اتضح من خلال نتائج اختبار جوها نسن للتكامل المشترك أنه لا يوجد تكامل، وبالتالي عدم وجود علاقة مشتركة بين متغيرات الدراسة.

- كنتيجة لاختبار جرا نجر أنه لا يوجد علاقة سببية بين أسعار الأسهم وأسعر الصرف بالدول قيد الدراسة.

24. دراسة Kate Phylaktis & Fabiola Ravazzolo (2005). Stock prices and

(Exchange Rate Dynamics)

عالج الباحثان ديناميكية العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في المدى القصير والطويل على عينة من دول حوض المحيط الهادي (هونغ كونغ، ماليزيا، سنغافورة، تايلندا، فلين) للفترة (1980-1998) باستخدام نموذج VAR وسببية Granger. وتوصل الباحثان إلى:

- أن تقلب أسعار صرف العملة المحلية مع العملات الأجنبية ينعكس بشكل إيجابي أو سلبي على أسعار الأسهم حسب نوعية التغيرات ارتفاعاً أو انخفاضاً، وذا حسب طبيعة اقتصاد كل بلد.

25. دراسة Yuko Hashimoto & Takatoshi Ito (2004). High-Frequency

Contagion between the Exchange Rates and Stock Prices

عالج البحث إشكالية الحركة المشتركة لأسعار الصرف وأسعار الأسهم من وجهة نظر انتقال العدوى بين الدول الثماني (هونغ كونغ، اندونيسيا، كوريا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايبان، وتايلندا)، من خلال البحث عن ردود فعل سعر السهم وتحركات سعر الصرف جديدة، خلال فترة الأزمة الآسيوية للفترة (1997-1999)، باستخدام نموذج الاحتكاك ونموذج Tobit لتحليل تأثير الصدمة السلبية في سعر أصل واحد على الآخرين، ونموذج VAR. وخلصت الدراسة إلى:

- أسعار الصرف الإندونيسية والكورية والتايلاندية كان لها تأثيرات كبيرة على أسعار الأسهم في البلدان الأخرى، في حين لم يكن للعملات الأخرى آثار على أسعار الأسهم في البلدان الأخرى.
- يعتبر سوق الأوراق المالية في هونغ كونغ هو الأكثر تضرراً من انخفاض العملة الإندونيسية والكورية والتايلاندية، لذلك يمكن القول أن تأثير العدوى الآسيوية كان تأثير كبير على سوق هونغ كونغ.

## المطلب الثاني: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد أن تم عرض أهم الدراسات التي سبق وعالجت الأثر الذي يحدثه التقلب في سعر الصرف على حركة وأداء الأسواق المالية الناشئة، تبين لنا أن هذه الدراسات اختلفت في طريقة استخدامها للنماذج، فكل دراسة استعملت نموذج يتناسب والبيانات المتوفرة لها، فمنها من اعتمد على بيانات أسبوعية أو سنوية، وبالنسبة للمتغيرات فأغلب الدراسات اعتمدت على متغير المؤشر العام لسوق الأوراق المالية باعتباره المرآة العاكسة لحركة الأوراق المالية في البورصة (كمتغير تابع في نموذج الدراسة) وسعر الصرف كمتغير مستقل، في حين أن بعض الدراسات أضافت متغيرات مستقلة أخرى كالعرض النقدي كدراسة Zabair (2013) ودراسة Balasarmi (2018) ودراسة Abiola (2017)، ودراسات أخرى ترى أن أسعار النفط والذهب يمكنها أيضا أن تفسر العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر السوق المالي كدراسة Nesrine and All (2019) ودراسة IheanachoEngene (2016).

أما الدراسة الحالية فتم الاعتماد على البيانات بتردد شهري. وأضافت متغير سعر الفائدة المتداول في السوق (سعر الفائدة على الأوراق المالية) باعتبارها وسيلة من خلالها يتم توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين إلى المقترضين، وبالتالي تعتبر أسعار الفائدة بمثابة المحرك الرئيسي لآلية السوق المالي، بالإضافة إلى متغير معدل التضخم المأخوذ بقيم أسعار المستهلك (وهو المقياس الرئيسي للتضخم)، وقد تم استعمال هذه المتغيرات من قبل عدة دراسات عديدة، كدراسة Jung wanlee (2014)، ودراسة Wiliyamtrokon (2014)، ودراسة Kate phylalist (2005).

أما من حيث النماذج المستخدمة، فحسب طبيعة بيانات كل دراسة لاختبار العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف ومؤشر السوق المالي، فهناك دراسات اعتمدت نموذج GARCH كدراسة الطيب الهادي (2017)، ودراسة Apere (2015)، ودراسة Pradique (2017)، في حين دراسات أخرى استخدمت اختبار

جرا نجر للسببية (granger causality test) لمعرفة اتجاه العلاقة السببية بين تأثير أسعار الصرف على السوق المالية كدراسة charles (2019)، ودراسة yaserKose (2010)، ودراسة Tri dinh (2016)، ودراسة Zubair (2013)، ودراسة حيدر حسين (2013)، حيث اختلفت النتائج حول وجود علاقة سببية بين المتغيرات، منها ما هي أحادية الاتجاه ومنها من انعدم وجود أي اتجاه بين المتغيرات، وكذا هناك دراسات استخدمت اختبار جوهانسن للتكامل المشترك كدراسة كاظم المعموري (2014)، ومنهم من أثبتت نتائج الدراسة عبر نموذج الانحدار الخطي البسيط كدراسة محفوظ جبار (2016)، ودراسة طلال سليمان (2016).

أما بالنسبة للدراسة الحالية فقد تم الاستعانة بنموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطة (ARDL) ل pesaran (2001) بمختلف خطواته لدراسة العلاقة في المدى الطويل والقصير بين سعر الصرف ومؤشر السوق المالي.

أما بالنسبة للنتائج المتوصل إليها من خلال الدراسات السابقة، يمكن القول أن هناك تضارب في النتائج، فمنها من توصل إلى أن هناك علاقة توازنية في المدى الطويل وغياها في المدى القصير كدراسة حيدر طعمة (2013) ودراسة clement (2017)، ومنها من توصل إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين الرئيسيين (سعر الصرف والمؤشر) كدراسة Wiliyamtrokon (2014) ودراسة Apere (2015) ودراسة يعقوبي (2018)، أما بالنسبة لدراستي bala sami (2018)، و Abiola (2017)، فتوصلا إلى أن سعر الصرف يؤثر على تغيرات المؤشر في البورصة باتجاه طردي. ومنهم من توصل إلى عدم وجود أي علاقة لا من حيث الارتباط ولا من حيث السببية (أي أن سعر الصرف لا يؤثر بتاتا في السوق المالي)، كدراسة Zubair (2013) ودراسة Lutfur (2009).

تشير هذه المناقشات السابقة إلى أنه لا يوجد اتفاق حول التأثير الذي يحدثه التغيير في سعر الصرف على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية، أيضا لا يوجد اتفاق حول اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات، ولا من حيث

نوعها أما ايجابية (طردية) ، أم (سلبية عكسية)، ويمكن أن يرجع السبب في ذلك إما لتعدد أساليب القياس التي لا تساعد في الوصول إلى نتيجة واحدة، أو إلى اختلاف الأسواق المالية (بالرغم من أنها تصنف من بين الأسواق المالية الناشئة، لكن تختلف من حيث الطبيعة الاقتصادية والنظام الاقتصادي والمالي لكل بلد).

ولهذا ارتأى الباحث (بعد مشاورة الأستاذ المشرف ومناقشته) أن يأخذ دولة ماليزيا كعينة للدراسة، لما لها من بنية اقتصادية جيدة هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى يعتبر السوق المالي الماليزي سوق مالي ناشئ نشط بامتياز، مما جعل الباحث يتخذه كعينة للدراسة التي تهدف إلى معرفة مدى تأثير تقلبات أسعار الصرف على مؤشرات السوق المالي لماليزيا خلال الفترة (2013-2019) بيانات شهرية، وباستخدام أدوات التحليل الإحصائي والقياسي.



## خاتمة الفصل الأول:

حاول الباحث من خلال هذا الفصل الإلمام بمختلف العناصر المتعلقة بالجانب النظري للدراسة التي نسعى من خلالها إلى معرفة العلاقة بين تقلبات سعر الصرف ومؤشر الأسواق المالية من خلال دراسة قياسية، وبالتالي تم التوصل إلى عدة نتائج نظرية متعلقة بموضوع دراستنا.

على هذا الأساس تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، تضمن المبحث الأول كل ما يتعلق بمتغير سعر الصرف، انطلاقاً من تعريف سعر الصرف ووظائفه ومختلف الأنظمة المحددة لسعر الصرف، مروراً بسياسات سعر لـصرف والنظريات المفسرة له والعوامل المؤثرة في سعر الصرف، ثم سوق الصرف والعملات الأجنبية.

أما بالنسبة للمبحث الثاني فقد شمل كل ما له علاقة بالأسواق المالية، بحيث تطرقنا إلى مفهوم السوق المالي وتقسيماته مع إظهار الفرق بين السوق المالي والبورصة، ثم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أوراق مالي (أسهم وسندات) والمشتقات المالية، بعدها تم التطرق إلى مؤشرات الأسواق المالية باعتباره المتغير الأساسي الذي تتمحور عليه دراستنا، ثم مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية الناشئة باعتبار أن الدراسة أجريت حول سوق ماليزيا للأوراق المالية الذي يعد من أحد أنشط وأبرز الأسواق المالية الناشئة.

في حين خصص المبحث الثالث لعرض وتحليل أهم الدراسات السابقة العربية والأجنبية ذات العلاقة بموضوع الدراسة، حيث راعى الباحث التنوع والاختلاف والمحددات التي تحكم العلاقة بين المتغيرات. كذلك اعتمد الباحث في عملية تنقية الدراسات السابقة على الحداثة وفترة الدراسة لمقارنة نتائج الدراسات السابقة بالدراسة الحالية.

# الفصل الثاني

دراسة قياسية لأثر سعر الصرف على المؤشر  
العام للسوق المالي الماليزي

## تمهيد الفصل الثاني:

تهدف هذه الدراسة القياسية إلى معرفة العلاقة بين المتغير التابع (مؤشر للأوراق المالية) والمتغيرات المستقلة (سعر الصرف، سعر الفائدة، معدل التضخم) في سوق ماليزيا المالي، فبعد التطرق إلى المفاهيم والمكونات الأساسية لمتغيرات الدراسة في الفصل الأول، إلى جانب الدراسات السابقة، سنحاول في هذا الفصل التطبيقي معالجة العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر أسعار للأسهم للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019)، باستخدام بيانات شهرية وبعتماد نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)، ثم نقوم بتحليل نتائج الدراسة لمعرفة طبيعة العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر الأسهم في سوق ماليزيا للأوراق المالية في المدى طويل الأجل، وكذلك البحث في نوع العلاقة واتجاهها، من أجل الوصول إلى مجموعة من النتائج الأساسية التي تسمح باختبار فرضيات الدراسة.

ومن أجل ذلك، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسيين، وهي:

- المبحث الأول: التحليل الجيوغرافي، الاقتصادي والمالي لماليزيا
- المبحث الثاني: وصف النموذج المستخدم، وتحديد متغيراته.
- المبحث الثالث: عرض ومناقشة الدراسة القياسية

## المبحث الأول: التحليل الجيوغرافي، الإقتصادي والمالي لماليزيا

لقد تغيرت أنظار العالم في السنوات الماضية حول منطقة الشرق وجنوب آسيا، فلقد نالت المنطقة الإعجاب والاهتمام العالمي من خلال ما حققته النور الأسيوية في كافة المجالات والقطاعات خاصة في القطاع المالي، ففي وقت وجيز فرضت أسواق المال الأسيوية نفسها بين أكبر وأعرق الأسواق المالية العالمية (سلطان، 2015، صفحة 15). وفي هذا الجزء سوف نقدم لمحة موجزة عن الاقتصاد الماليزي، وعن بورصة ماليزيا باعتبارها عينة الدراسة.

### المطلب الأول: ماليزيا جيوغرافيا:

تعتبر ماليزيا إحدى دول جنوب شرق آسيا، وتتكون ماليزيا من قسمين غير متجاورين، هما: شبه الجزيرة الماليزية التي تقع في شبه جزيرة ملايو، وتعرف أيضا باسم ماليزيا الغربية (MALAYSIA BARAT)، وماليزيا الشرقية التي تقع في جزيرة بورنيو، وتعرف أيضا بتيومور ماليزيا (MALAYSIA TIMUR).

تقدر مساحة ماليزيا بحوالي 330000 كلم<sup>2</sup>/مربع، وهي بذلك تحتل المركز 67 في العالم من حيث المساحة، وهي عبارة عن مجموعة من الجزر، تضم 13 ولاية منها 11 ولاية في ماليزيا الغربية و اثنين في ماليزيا الشرقية. ديانتها الإسلام، ويسودها نظام حكم ملكي، يبلغ عدد سكان ماليزيا حوالي 31 ألف نسمة (2018)، يحدها من الشمال مملكة تايلندا، وبحر الصين الجنوبي جنوبا، تحدها اندونيسيا ومضيق جوهر الفاصل بينها وبين سنغافورا، من الغرب مضيق مالفا الذي يفصل بينها وبين اندونيسيا، أما من الشرق فتحدها ولاية بورينو التابعة لاندونيسيا، أما حدودها البحرية فتتمثل في: دولة سنغافورا، فيتنام والفلبين (الحصري، 2009). عاصمتها كوالالمبور تقع في الجزء الغربي للبلد، وعملتها الرينغيث الماليزي (MYR) (ماليزيا، 2019).

تتكون التركيبة السكانية في ماليزيا من ثلاث عناصر أساسية، هي:

● العنصر الملايو، ويعتبر هذا العنصر السكان الأصليون لماليزيا حوالي عشر ملايين نسمة بنسبة 60% من السكان.

● العنصر الصيني، وهم الوافدون من الصين، ويمثلون حوالي خمسة ملايين نسمة بنسبة 30% من السكان.

● العنصر الهندي، جاءوا مع الاستعمار، ويمثلون نسبة 10% من إجمالي السكان.

### المطلب الثاني: ماليزيا اقتصاديا

يحتل اقتصاد ماليزيا المرتبة الرابعة في اقتصاد جنوب شرق آسيا والمرتبة الثامنة والثلاثين (38) في العالم، ويرجع ذلك إلى الكثافة العالية للصناعات القائمة على المعرفة، واعتماد أحدث التقنيات للتصنيع والاقتصاد الرقمي. وسوف نتطرق إلى واقع كل قطاع على حدى بداية من ذكر أهم الموارد الاقتصادية لماليزيا.

### أولا: الموارد الاقتصادية في ماليزيا

تستحوذ ماليزيا على أعلى نسبة في إنتاج المطاط الطبيعي في العالم بنسبة 44% من الإنتاج العالمي (أي أنها تنتج ثلث التصدير العالمي)، وتعتبر ماليزيا دول مصدرة للنفط بمعدل 300 ألف برميل في اليوم، إلى جانب التصدير فهي تعتبر أكبر منتج للتصدير في العالم بنسبة تفوق 31% من الإنتاج العالمي، بحيث يعتبر التصدير والنفط من أهم الموارد المعدنية التي تسخر بها، بالإضافة إلى معادن أخرى كالسيليك، الكاولين، الفوسفات، البلاط والرخام. تعتبر ماليزيا من أكبر منتجي زيت النخيل بنسبة تفوق نصف المنتج العالمي من مساحة قدرها 1,7 مليون هكتار من الأراضي، إضافة إلى الأرز والشاي والفلفل والأناناس والفواكه الاستوائية، حيث تصدر من إنتاجها نسبة 79.5% إلى العالم، إضافة إلى دقيق النخيل، قصب السكر، جوز الهند، الأناناس، الكاكاو، الفلفل الأسود، التبغ، كما أنها أصبحت رائد في مجال صناعة المنتجات الخشبية كالأثاث مثلا.

أما صناعيا فتتنشط ماليزيا في مجال الالكترونيات باحتلالها المرتبة الثالثة في العالم من حيث إنتاج الدوائر الالكترونية المتكاملة بعد الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، بالإضافة الى صناعة البلاستيك، المطاط المنتجات الخشبية والأقمشة، فهي تتميز بنسيج صناعي متنوع.

ويبلغ إجمالي التجارة الخارجية لماليزيا 424 بليون دولار (2013)، موزعة كالتالي: 230,7 بليون إلى من الصادرات و19,9 بليون دولار من الواردات، مما جعل ماليزيا في الترتيب الحادي والعشرين (21) من حيث التصدير في العالم، والترتيب الخامس والعشرين (25) من حيث الواردات، وتعتبر أكبر شريك تجاري للصين منذ 2008، وثالث أكبر شريك تجاري في آسيا بعد اليابان وكوريا الجنوبية، وعاشر أكبر شريك تجاري للولايات المتحدة الأمريكية.

### ثانيا: التنمية الاقتصادية بماليزيا

مرت التنمية الاقتصادية في ماليزيا بثلاثة مراحل، وهي:

- **المرحلة لأولى:** أين كان القطاع العمومي هو المسيطر على عملية التصنيع، وبدأت هذه العملية بصناعة المكونات الالكترونية، وتميزت هذه الصناعة بكثافة اليد العاملة، مما أدى الى امتصاص نسبة معتبرة من معدلات البطالة. فخلال الفترة من (1950-2000) حققت النمو الاقتصادي في ماليزيا نسبة 6.6% ففي تلك الفترة بدأ الاهتمام الأكبر بالقطاع الخاص والمؤسسات الناشئة، حيث بلغت نسبة الاستثمار الخاص الى الناتج المحلي الخام 20% (2000) مقارنة بسنة 1950 التي كانت تبلغ 9%، وفي نفس الفترة تضاعفت مساهمة إنتاج المواد المصنعة من 13% الى 27% .

أما بالنسبة للتضخم استقر من 1 و 5 ، مما انعكس على سلوك الادخار، ليرتفع ارتفاعا واضحا خلال هذه المرحلة من 25 % إلى 40 % من الناتج المحلي الخام، والاستثمار الأجنبي المباشر كذلك ارتفعت نسبة مساهمته من

3% إلى 6% ، أما عن قطاع الخدمات فساهم هو أيضا في دعم عملية التنمية حيث ارتفعت نسبته من 36% إلى 42%، مما أدى الى تحسين الظروف المعيشية للسكان، والدليل على ذلك تراجع نسبة الفقر 50% إلى 8% سنة 2000 (Zubair, 2007, p. 103).

الملاحظ حدثت عدة أزمات خلال هذه الفترة التي مست الاقتصاد الماليزي، والذي أحدث عجزا في ميزانيته من 14% إلى 17% من الناتج المحلي، وهذا بسبب الاعتماد المفرط على صادرات السلع الأولية سنة 1986، وصل الدين الخارجي إلى 85% من الناتج المحلي الإجمالي، وبهذا دخل الاقتصاد في حالة ركود بتقلص أسواق الأسهم والعقارات، الأمر الذي أدى الى إفلاس العديد من المؤسسات المالية، ففي نصف السنة أقدمت ماليزيا على وضع استراتيجية للتنمية تعتمد بالدرجة الأولى على تشجيع القطاع الخاص، وقامت بعدة إصلاحات شملت كافة القطاعات أهمها: تخفيض الضرائب على أرباح الشركات، رفع القيود على الاستثمارات وتوفير مناخ ملائم، وضع برامج الخصخصة مع وقف إنشاء مشروعات عامة جديدة، دعم الجهاز المصرفي والمال لزيادة كفاءة وعمق الأسواق المالية، وتعويم العملة ووضع سياسة لسعر الصرف (الحصري، 2009، صفحة 99).

**- المرحلة الثانية (1990-2020):** شهد فيها الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية جراء السياسات الإصلاحية التي انتهجتها، ومن خلال الشروع في الخطة الاستراتيجية التي وضعها رئيس الوزارة محمد مهاتير (سلطان، 2015، صفحة 160)، والتي تطمح الى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية، وتهدف أيضا الى رفع من معدل دخل الفرد إلى أربعة أضعاف مما كان عليه سنة 1991. وتسعى ماليزيا من خلال هذه الخطة إلى تعزيز دور القطاع الصناعي لأن إسهامه في الاقتصاد كان بنسبة 10%، وهو يعتبر من الركائز التي يقوم عليها الاقتصاد الدولي، حيث تعتبر هذه النسبة جد ضعيفة لمساهمة قطاع مهم كهذا، وهذا راجع إلى اعتماد ماليزيا على الإنتاج الزراعي الذي كان يمثل نسبة 40% من إسهامه في الناتج المحلي الإجمالي.

اعتمدت ماليزيا على إنتاج سلعتين، هما المطاط والقصدير، وهما يمثلان 70% من صادراتها، مما أدى إلى فتح فرص عمل جديدة موجهة للعمل في القطاع الصناعي، وعليه انخفضت نسبة البطالة إلى 3%، وارتفع نصيب الفرد الماليزي من الدخل (الحاج، 2011، صفحة 09).

### ثالثا: المؤشرات الاقتصادية لماليزيا

يوضح الجدول التالي أهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا لسنتي 2018 و2019.

#### الجدول رقم 05: مؤشرات الاقتصادية الكلية لماليزيا

2019	2018	البيان
BRM 1.530.3	BRM 1.431.4	الناتج المحلي الإجمالي GPD
% 6.9	% 5.8	نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي
RM 44.686	RM 2.937	نصيب الفرد من الدخل
% 3.5	% 2.5	التضخم (CPI)
15.6 Million	15.3 Million	قوة العمل
% 3.3	% 3.3	البطالة
236.0 Billion RM	99.8 billion RM	إجمالي الصادرات
199.1 Billion RM	877,8 Billion RM	إجمالي الواردات

المصدر: تقرير هيئة تنمية الصناعة المالية، 2020/03/26، عبر موقع: [mida.fov.my/facts-and-5-figures/posts](https://mida.fov.my/facts-and-5-figures/posts)

#### and-5-figures/posts

يوضح لنا الجدول السابق أهم المؤشرات الكلية للاقتصاد الماليزي لسنتي 2018 و2019، ونلاحظ من خلاله أن الناتج المحلي الإجمالي ارتفع بنسبة 6,9% مقارنة مع سنة 2018، وهذا النمو انعكس إيجاباً على معظم المؤشرات الأخرى ماعدا التضخم الذي ارتفع بنسبة 1% مقارنة بسنة 2018، كما أن معدل البطالة لم يتغير وبقي



ثابتا، ويرجع هذا إلى الخطة الإستراتيجية التي تتبعها ماليزيا من أجل تحقيق التنمية المستدامة والشاملة، ونلاحظ أيضا أن ميزان التجاري حقق فائضا في سنتي 2018 و2019.

### المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في ماليزيا

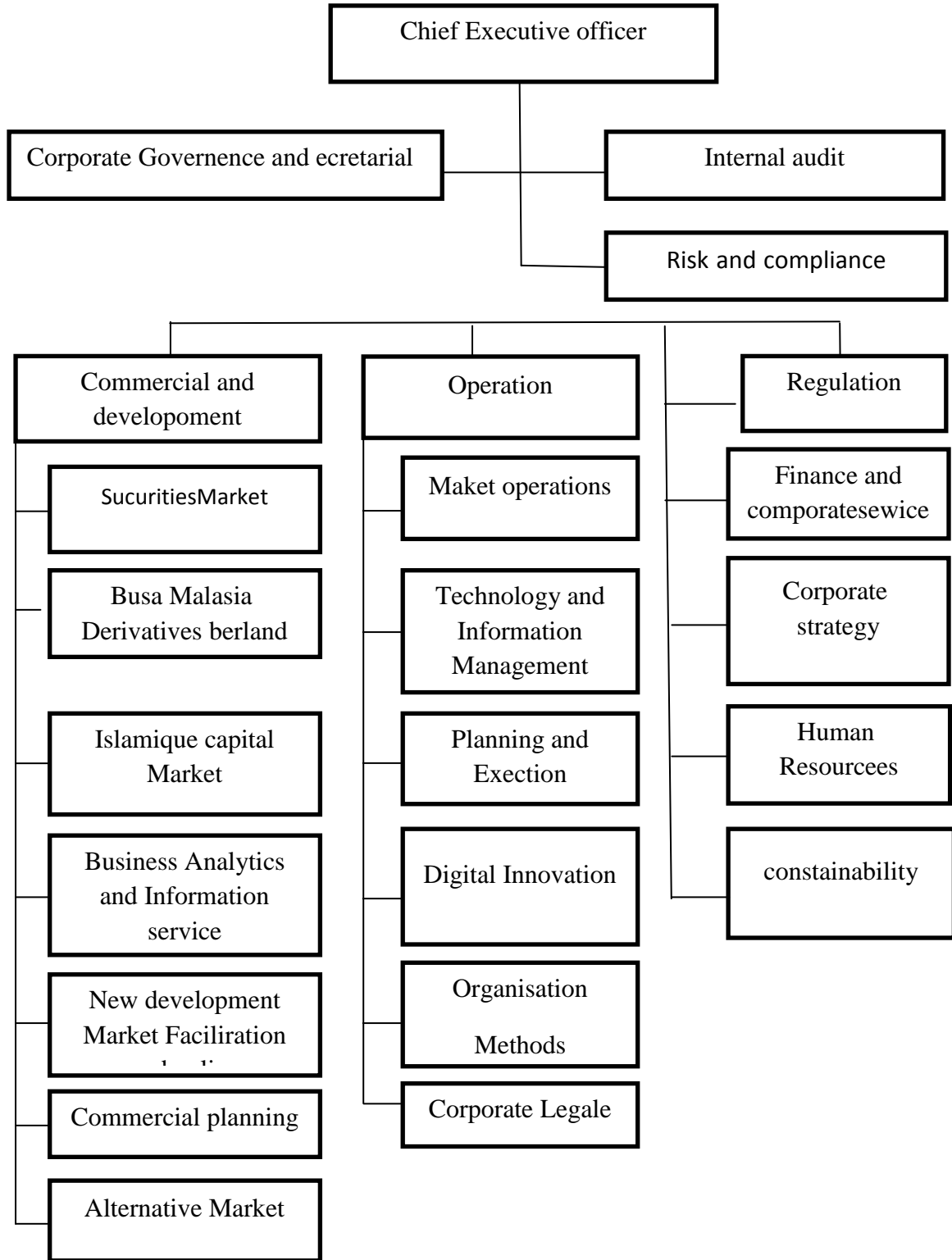
يعد سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة التي أصبحت لها مكانة مرموقة في العالم المال الأعمال، تعود نشأتها إلى أواخر القرن التاسع عشر لآكن بفضل تضافر الجهود حققت مركزا ماليا عالميا جد مميز، وهذا راجع إلى ريادتها في مجال إصدارات الأدوات المالية المبتكرة، خاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

#### أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

يتميز سوق رأس المال الماليزي على أنه يتكون من سوق رأس مال تقليدي وسوق رأسمال إسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، وهو يشمل كذلك سوق منظم يضم البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات، إلى جانب السوق غير المنظم، ويضم سوق السندات. أما بالنسبة للأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فهي متنوعة، وتتكون من: سندات الحكومة، سندات الشركات الخاصة، أسهم الشركات المساهمة وغيرها من أنواع الأسهم والسندات، إضافة إلى العقود المستقبلية على السلع والخدمات المالية وغيرها من المشتقات المالية (سمور، 2007، صفحة 85).

فيما يلي شكل يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا.

الشكل رقم 03 : الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا



### ثانيا: تطور سوق الأوراق المالية الماليزية

يضم سوق الأوراق المالية الماليزية عدة أسواق، وهي: سوق الأوراق المالية التقليدية، سوق الأوراق المالية الإسلامية<sup>1</sup>، سوق الميز داك (mesdaq)<sup>2</sup>، البورصة المالية للمشتقات<sup>3</sup>، ومركز لبوان (la buan). في سنة 1930 أنشئ اتحاد لحائزي الأوراق المالية<sup>4</sup>، وفي سنة 1960 تأسست أول بورصة للأوراق المالية (بورصة ملايو) وبدأ تداول الأوراق المالية بها، وتشكل هذه الأخيرة من غرفتين للتعامل: الأولى في ماليزيا، والثانية في سنغافورة، تعمل بنظام الغرف التجارية (أي يكون في كل بورصة نفس الأوراق المالية المدرجة في البورصة الأخرى وبنفس الأسعار)، لكن بمجرد خروج سنغافورا من الاتحاد الماليزي (1964) تم فصل هذه التشكيلة، وانقسمت البورصة السابقة الى بورصتين مستقلتين، هما: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية (KLSE)، وبورصة سنغافورة للأوراق المالية (SES)(صالح، 2015، صفحة 132).

ومنذ سنة 1993 تطور سوق المالي في ماليزيا بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم، وسوق المشتريات وسوق السندات، كذلك أصبح يقدم آنذاك بعض المعاملات المالية الجديدة كشهادات

<sup>1</sup> سوق الأوراق المالية الإسلامية : كانت اول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الاسلامي في ماليزيا سنة 1983 مع اصدار قانون العمل المصرفي الاسلامي الذي تم بموجبه استحداث موجبة من الخدمات و المنتجات المصرفية وفق وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وكان بنك إسلام ماليزيا لبارهارد " bank Islam Malaysia Berhard" أول بنك إسلامي ماليزي 11، بدأ العمل الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عند اصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول من طرف شركة "شيل أم.دي.اس" في عام 1990، وتبع ذلك الإصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى الى تعزيز العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا . تابع (صالح، 2015، صفحة 125).

<sup>2</sup> سوق ميزداك MESDIAQ: تعني the malaysian exchange of securities sealing and Automated quotation phd البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة 9ص81. نشأت عام 2002 وهي جزء من بورصة ماليزيا، تهدف هذه السوق الى توفير الأموال اللازمة للشركات المختصة في مجال التكنولوجيا وهي شبيهة بسوق NASDAQ. أنشئ هذا لسوق لتشجيع الصناعات المكثفة لاستخدام التكنولوجيا، ورغبة في جعل كوالالمبور بمثابة مركز مالي إقليمي في منطقة جنوب وشرق آسيا. (صالح، 2015، صفحة 124).

<sup>3</sup> البورصة الماليزية للمشتقات: بدأت صناعة المشتقات الماليزية في ماليزيا عام 1980 تزامنا مع إنشاء بورصة كولومبيا للبضائع والتي تعتبر الأولى في جنوب شرق آسيا، وبدأت تتبلور و الأدوات المشتقة حتى حققت قفزة نوعية مع إنشاء بورصة كولالمبور للخيارات والمستقبليات المالية سنة 1995، تلاها إنشاء بورصة ماليزيا للتقدم سنة 1996 "Mme". وفي سنة 1998 تم دمج البورصتين مع بعض لتصبح بورصة ماليزيا للسلع والنقود، ثم 2001 صيغة بورصة ماليزيا للمشتقات وهي تدمج السوقين معا تعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية، النقود والمالية تخضع سلطات لوزارة المالية الماليزية وبحكمها قانون المستقبلية الصادر سنة 1993.

<sup>4</sup> جمعية سما سره بورصة سنغافورة Singapore stock brokers associations أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية.

الشراء من الأسهم الموجودة (call warrants)، وبهذا أصبح هذا السوق مصدر تمويل المشاريع طويلة الأجل ذات رؤوس الأموال الكبيرة تبرز بين القطاع العام والقطاع الخاص .

وبعرض تدعيم هذا السوق اعتمدت الحكومة الماليزية خطة رئيسية لسوق رأس المال تحت رعاية وزير المالية

الماليزية بتاريخ 22 فبراير 2001، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية، هي:

- تشجيع إدارة الاستثمار فعالية وبيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.
- جعل السوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.
- توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق.
- توفير أنظمة رقابة فعالة ومنتظمة.
- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
- جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

وللوصول إلى الأهداف المسطرة السالفة الذكر، انتهجت ماليزيا ثلاثة مراحل أساسية، هي (سلطان، 2015،

صفحة 162):

- المرحلة الأولى (2001-2004): سعت ماليزيا جاهدة في هذه الفترة على تقوية الوسطاء، وتشجيع المؤسسات المحلية على الاستثمار .

- المرحلة الثانية (2004-2006): حصرت جهودها في هذه المرحلة على تقوية القطاعات الأساسية لجعلها

أكثر تنافسية، والعمل أكثر لجعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

- المرحلة الثالثة (2006-2010): تميزت هذه المرحلة بانفتاح السوق المالي على الأسواق العالمية والشركات

الأجنبية، مع حماية وتحسين المؤسسات المحلية، ذلك لمواجهة التحديات المختلفة في مختلف الجوانب.

### المبحث الثاني: وصف النموذج المستخدم، وتحديد متغيراته

استخدم الباحث من خلال هذه الدراسة القياسية نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع (ARDL)، الذي يعتبر من النماذج الديناميكية التي تأخذ عامل الزمن بعين الاعتبار في تفسير الظواهر الاقتصادية، من خلال تقنية آجال التعديلات لتفسير المتغيرات. ومن خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم شرح للنموذج وخصائصه، ثم سوف نقوم بتحديد متغيرات النموذج ومصادرها.

### المطلب الأول: وصف نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)

في هذا السياق سيتم إبراز الجانب النظري للنموذج القياسي المعتمد الموزع (ARDL)، وتبيان أهم خصائصه.

#### أولاً: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)

تم تطوير نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع (ARDL) من قبل Pesaran (1997)، و Shiram and sun (1998)، و pesaran and al (2001)، حيث يتميز هذا النموذج بأنه لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة.

ويلاحظ pesaran and al أن اختبار الحدود (Bound test) المبني في إطار نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع، أنه لا يولي أهمية قصوى كباقي الاختبارات لخصائص السلاسل الزمنية ما إذا كانت مستقرة عند المستوى  $I(0)$ ، أو مستقرة أو متكاملة عند الفرق الأول  $I(1)$ ، أو مزيج بينهما، ولكن الشرط الوحيد الذي يركز عليها هذا النوع من الاختبار أنه لا تكون السلسلة الزمنية عن الفرق الثاني  $I(2)$ .

إضافة إلى هذا تتميز طريقة pesaran مجموعة من الخصائص والمميزات، جعلته من أفضل النماذج والأكثر استعمالاً من حيث الشروط والنتائج، فبفضل هذا الاختبار يمكن للسلاسل الزمنية قصيرة المدى إجراء اختبار

التكامل المشترك على عكس الطرق الأخرى كطريقة Engel granger (1987)، واختبار التكامل المشترك لـ (Johansen Co- integration test) في إطار نموذج Var (دحماني و ناصور، 2013، صفحة 16).

بعد نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع (ARDL) من النماذج الديناميكية لأنه يمكن من معرفة

الآثار الزمنية كالأجال المعدلة، حيث يتم تفسير المتغير التابع (Yt) كآلي:

❖ القيم المطلقة المبטئة: بما أنه نموذج ديناميكي (حركي) "AR":

(auto-regressive) فيكتب وفق المعادلة التالية:

$$y(t) = \alpha (0) + \alpha (1)y (t - 1) + \dots \alpha (p) y (t - p)$$

$$Y(t) = \alpha (0) + \sum_{i=1}^p \alpha i y(t - 1) + \varepsilon(t) \dots \dots (1)$$

حيث:  $\varepsilon(t)$  يمثل نسبة الخطأ العشوائي.

❖ قيم تمثل التغيرات المستقلة: (xt) وقيمتها المبטئة (xt-i) ويتعلق بالنماذج المبטئة الموزعة (DL)

(Modèles à retard Echollonnés)، وتكتب معادلته كآلي:

$$y(t) = B + b(0) x (t) + \dots + b(q) x (t - q) + Z(t)$$

$$y(t) = B \sum_{j=0}^q b_j X (t - j) + Z(t) \dots \dots \dots (2)$$

❖ قيم المتغيرات المستقلة (xt) وقيمتها المبטئة في الزمن (xt-i): هذا النوع من النماذج يتكون من

خصائص نموذجين، والتي تسمى بنماذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبטئة، وهي اختصار لكلمة

ARDL<sup>1</sup>، والذي يأخذ الصيغة التالية (مومني، 2019، صفحة 53):

<sup>1</sup>Modèles auto-régressif à retards échelonnésoudistribués

$$Y(t) = \emptyset + \alpha(1)y(t-1) + \dots + \alpha(p)y(t-p) + B(0)x(t) + \dots \\ \dots + B(0)x(t) - q + \varepsilon(t)$$

$$Y_t = \emptyset + \sum_{i=1}^p \alpha_i y(t-i) + \sum_{j=0}^q b_j (x_t - j) + \varepsilon(t) \dots (3)$$

حيث:

$\emptyset$ : الحد الثابت.

B: الأثر في الأجل القصير.

P: فترة إبطاء المتغير التابع Y.

$\Delta$ : الفروق من الدرجة الأولى.

$q_1, q_2, \dots, q_n$ : عدد فترات الإبطاء (رتب الإبطاء).

T: متغير الزمن.

$\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي (التشويش الأبيض)

ثانياً: مميزات نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)

يستند هذا النوع من النماذج إلى تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)<sup>1</sup>. ويتميز هذا الأسلوب

الحديث بمجموعة من المميزات جعلته أكثر استعمالاً مقارنة مع أنواع النماذج التقليدية للتكامل المشترك، ومن

مميزاته ما يلي (حسن و شومان، 2013، صفحة 87):

- يميز بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة.
- يعتبر النموذج الأنسب للعينات الصغيرة التي تتكون من 30 إلى 80 مشاهدة عكس النماذج التقليدية التي تتطلب حجم أكبر للعينات لكي تكون النتائج مقبولة.

<sup>1</sup>Unrestricted Error Correction Model

- يستخدم هذا النموذج إذا كانت المتغيرات مستقرة في قيمتها أي متكاملة من الدرجة صفر  $I(0)$  أو متكاملة من الدرجة الأولى أو مزيج بينهما أي  $I(1)$  و  $I(0)$ ، لكن أن لا يكون أحد المتغيرات متكاملًا عند الدرجة الثانية  $I(2)$ .
- تمنع هذه الطريقة حدوث ارتباط ذاتي لأن مخرجات النموذج أو مقدراته تكون غير متحيزة وكقوة.
- يساعد نموذج ARDL على التخلص من مشاكل الارتباط الذاتي، ومشكلات حذف المتغيرات.
- يستطيع نموذج ARDL تقدير العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل في وقت واحد (أي معادلة واحدة تحتوي على العلاقة طويلة وقصيرة الأجل في آن واحد).
- يأخذ نموذج ARDL على عدد كافي من فترات الإبطاء للحصول على عملية توليد البيانات، وهو يقدر عدد  $(P+1)^k$  من الانحدارات بغرض الحصول على طول فترة الإبطاء المثلى، وهو يقوم بتقدير عدد  $(P+1)^K$  من مجموع الانحدارات للحصول على فترة الإبطاء المثلى لكل متغير، حيث أن  $P$  تمثل فترة الإبطاء القصوى، ويتم اختيار فترة الإبطاء المثلى بالاعتماد على معايير إحصائية، و التي تتمثل في:  $AIC^1$ ،  $SIC^2$ ، و Hannan\_ Quinn (زقير، 2016، صفحة 250).

### ثالثاً: مراحل تطبيق نموذج ARDL

قبل القيام بالنمذجة القياسية بواسطة نموذج ARDL يجب التأكد من بعض الاختبارات، وعليه يتوجب المرور بالخطوات التالية:

1. التأكد من أن متغيرات الدراسة متكاملة إما عند الرتبة أو الدرجة الأولى  $I(1)$ ، أو عند المستوى  $I(0)$  أو مزيج بينهما، ولا يوجد أي متغير مستقر عند الدرجة الثانية  $I(2)$ .

<sup>1</sup>Akaike Info Creterion

<sup>2</sup>Schwary Info Criteria



2. تحديد فترة الإبطاء الكافية والملائمة للنموذج.
  3. اختبار جودة النموذج للتأكد من أن الأخطاء النموذج مستقلة تسلسليا.
  4. اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج للتأكد من أن النموذج مستقر ديناميكيا.
  5. التأكد من وجود تكامل مشترك من خلال اختبار الحدود (Round test) للتأكد من وجود العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.
  6. تقدير العلاقة طويلة الأجل (مستويات النموذج).
  7. بالاعتماد على نتائج الاختبار في الخطوة السادسة نقيس تأثيرات العلاقة قصيرة الأجل والعلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.
- ولتطبيق منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة، يجب اختبار فرضيتين، وهما:
- **H<sub>0</sub>: الفرضية العدمية:** والتي تنص على عدم وجود تكامل مشترك يعني لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وتمثل بالعلاقة:  $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$
  - **H<sub>1</sub>: الفرضية البديلة:** التي تنص على وجود تكامل مشترك أي يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وتمثل بالعلاقة:  $\alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq 0$
- وباعتماد منهجية التكامل المشترك وفق نموذج ARDL وانطلاقا من هاتين الفرضيتين يستلزم القيام بأربعة إجراءات، وهي كالآتي:

- الإجراء الأول: يتمثل في اختبار فترة الإبطاء المثلى أو الملائمة لقيم المتغيرات التي هي مستقرة عند الفرق

الأول، أو عند الدرجة الأولى (I(1) في نموذج UECM، وذلك باعتماد نموذج متجه إلى انحدار ذاتي غير

مقيّد (Auto regressive model unresyrictedvector)، بالاعتماد على معايير إحصائية لتحديد فترة التخلف الملائمة التي تقدر لأقل قيمة من المعايير الإحصائية التالية: معيار Akaike، ومعيار (Schwarz1978)، معيار (Hannan and Quinn1978)، معيار خطأ التوقع النهائي لـ (Akaike1969).

**- الإجراء الثاني:** تقدير نموذج UECM بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، واختيار النموذج المناسب يجب أخذ النموذج الذي ينتقل من العام إلى الخاص، والذي يتمثل في إلغاء متغير الفروق الأولى لأي متغير تكون القيمة المطلقة لإحصائية t الخاصة به أقل من الواحد، وبشكل متتالي.

**- الإجراء الثالث:** اختيار المعنوية المشتركة لمعاملات المتغيرات المبطة لفترة واحدة بواسطة اختبار Wald باستعمال إحصائية F (Fisher).

**- الإجراء الرابع:** مقارنة قيمة إحصائية F المحسوبة لمعاملات المتغيرات المستقلة المبطة لفترة واحدة بقيمة إحصائية F (المرجحة) المحسوبة من قبل (Psarand al 2001)، وبما أن اختبار F له توزيع غير معياري، فيأخذ قيمتين حرجتين للإحصاء: قيمة أدنى  $I(0)$ ، وقيمة أعلى  $I(1)$ ، ويكون القرار وفقاً لثلاث حالات، وكالاتي (حسن و شومان، 2013، الصفحات 188-190):

- **الحالة الأولى:** إذا كانت  $F$  المحسوبة  $F < F$  الجدولية عند الحد الأعلى: يتم رفض الفرضية العدمية التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة (أي يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات).
- **الحالة الثانية:** إذا كانت  $F$  المحسوبة  $F < F$  الجدولية عند الحد الأدنى: يتم قبول الفرضية العدمية التي تؤكد عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة (أي لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات).
- **الحالة الثالثة:** إذا كانت  $F$  الجدولية عند الحد الأعلى  $F < F$  المحسوبة  $F < F$  الجدولية عند الحد الأدنى: النتيجة غير محددة، وهذا يعني أنه لا يمكن اتخاذ قرار محدد فيما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات، أو أنه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

## المطلب الثاني: بناء نموذج الدراسة

النموذج بمعناه البسيط يعني تعبير عن الظاهرة محل الدراسة في صورة رموز وعلاقات ومعدلات، ويقصد به صياغة العلاقات الاقتصادية محل الدراسة في صورة رياضية، تمكن من قياس معاملاتها باستخدام الطرق الإحصائية. وسنتطرق من خلال هذا المطلب إلى المتغيرات المعتمدة في الدراسة، مع تحديد الشكل الرياضي للنموذج.

### أولاً: تعريف متغيرات النموذج ومصادرها

لتحديد المتغيرات التي يتضمنها نموذج الدراسة، اعتمد الباحث على عدة مصادر، وهي: النظرية الاقتصادية، الدراسات السابقة، معلومات متعلقة بالظاهرة محل الدراسة.

وبما أن الدراسة تهدف إلى معرفة الأثر الذي يشبه التغير في سعر الصرف على الأسواق المالية الناشئة، فإن متغيرات الدراسة تتمثل في: المؤشر العام للسوق المالي كمتغير تابع، وكل من: سعر الصرف، معدلات التضخم وأسعار الفائدة كمتغيرات مستقلة، بالاعتماد على بيانات شهرية للفترة من جانفي 2013 إلى غاية جوان 2019، ويتم تعريف متغيرات الدراسة كما يلي:

### 1. المؤشر العام للسوق المالي، كمتغير تابع:

هو عبارة تقنية أو أداة في صورة نتيجة عددية تقيس من خلالها تطور الأسعار والكميات للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة والغير منظمة، من أجل التعرف على أداء السوق أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية في فترات زمنية محددة، مما يسمح لنا بمقارنة الأسواق أو المحافظ المالية ببعضها البعض، وبالتالي فالمؤشر يعكس إما (الحصري، 2009، الصفحات 21-22):

- حالة السوق، ويسمى بالمؤشر العام للسوق، مثل: مؤشر داو جونز.

- حالة قطاع أو صناعة معينة، مثل مؤشر داو جونز للصناعة.
- حالة السوق لإقليم معين أو مجموعة من الدول، مثل مؤشر صندوق النقد العربي.

وفي دراستنا هذه، تم أخذ قيم الإقفال الشهري للمؤشر العام لبورصة كوالالمبور، وتم تأكيدها من خلال موقع

منصة الأسواق المالية (Investing.com)<sup>1</sup>.

### 2. أسعار الصرف، كمتغير مستقل رئيسي:

سعر صرف العملة هو عبارة عن قيمة إحدى العملات مقارنة بقيمة عملة أخرى، وهو مقياس لقيمة العملة

التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر.

وفي دراستنا تم الاستعانة بالمتوسط الشهري لأسعار الصرف الاسمية للرينغيت الماليزي مقابل الدولار الأمريكي.

### 3. معدل التضخم، كمتغير مستقل:

يعرف Fleming معدل التضخم على أنه المعدل المتغير للمستوى العام للأسعار في اقتصاد دولة ما، أي هو

ذلك التغير المناسب في المستوى الشهري العام للأسعار (طلحة، 2019، صفحة 15).

وفي دراستنا تم التطرق إلى معدل التضخم الشهري الماليزي طول فترة الدراسة، وجميع البيانات مأخوذة من الموقع

الرسمي للبنك الدولي على موقع [www.data.worldbouk.org](http://www.data.worldbouk.org).

### 4. أسعار الفائدة، كمتغير مستقل:

يعرف سعر الفائدة على أنه ذلك المبلغ من المال الذي يتحصل عليه المقرض من المقترض لقاء التنازل عن مبلغ

من المال لفترة زمنية معينة.

<sup>1</sup>Investing.com: هي منصة للأسواق المالية توفر البيانات في الوقت الحقيقي، الأسعار، الرسوم البيانية، الأدوات المالية، الأخبار العاجلة والتحليلات لـ 250 بورصة حول العالم في 44 إصدار دولي، مع وجود 21 مليون مستخدم شهريًا، وأكثر من 180 مليون جلسة، يعد موقع Investing.com واحدًا من أفضل ثلاثة مواقع مالية عالمية وفقًا لـ Alexa و SimilarWeb.

وتلعب أسعار الفائدة في السوق المالية دوراً أساسياً في دورة النقد، وبالتالي فهي تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين إلى المقترضين، ولهذا يعتبر سعر الفائدة السوقي بمثابة المحرك الأساسي لآلية الأسواق المالية (لطرش، 2003، صفحة 71).

ولأهمية سعر الفائدة في الأسواق المالية ارتأى الباحث دمجها في بناء النموذج القياسي لمعرفة أثره على الأسواق المالية الناشئة، حيث تم أخذ سلسلة زمنية لأسعار الفائدة الشهرية مأخوذة من موقع البنك المركزي<sup>1</sup>.

### ثانياً: تحديد الشكل الرياضي للنموذج:

من المتعارف أن النظرية الاقتصادية أنها تقدم تفسيراً اقتصادياً لظاهرة أو مشكلة اقتصادية ما، ولكن لا تقدمها بشكل رياضي ما يعرف بالعلاقة الدالية بين المتغيرات، ولهذا الغرض استعان الباحث في تفسير الظاهرة المدروسة بالنموذج القياسي المذكور سابقاً (ARDL)، لتحديد الشكل الرياضي، ولكي يصبح النموذج أكثر ملاءمة اعتماد الباحث على الدراسات السابقة التي عاجلت هذه الظاهرة من قبل، لغرض توصيف العلاقات بصورة أقرب للواقع وتحقيق لأهداف الدراسة، وعليه اعتمدت الدراسة المتغيرات التالية الموضحة في صورة دالة، كالتالي:

$$Index = F(Ex, i, Inf)$$

حيث أن:

*Index* : المؤشر العام للسوق المالي

*Ex* : سعر الصرف Exchange Rate

*i* : سعر الفائدة Interest Rate

*Inf* : معدلات التضخم Inflation Rate

<sup>1</sup>[https://www.bnm.gov.my/index.php?ch=statistic&pg=stats\\_moneymarket&type=1](https://www.bnm.gov.my/index.php?ch=statistic&pg=stats_moneymarket&type=1)

$$\begin{aligned} \Delta Index &= \alpha_0 + \alpha_1 Index_{t-1} + \alpha_2 Ex_{t-1} + \alpha_3 i_{t-1} + \alpha_4 Inf_{t-1} \\ &+ \sum_{i=1}^p B_1 \Delta Index_{t-i} + \sum_{i=1}^q B_2 \Delta Ex_{t-i} + \sum_{i=1}^q B_3 i_{t-i} \\ &+ \sum_{i=1}^q B_4 Inf_{t-i} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

حيث أن:

$Index, Ex, i, Inf$ : متغيرات الدراسة.

$\Delta$ : الفروق الأولى لمتغيرات الدراسة.

$p, q$ : فترات الإبطاء الزمني للمتغيرات.

$\alpha_i$ : معاملات الاجل الطويل.

$B_i$ : معاملات الأجل القصير.

$\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي

### المطلب الثالث: علاقة سعر الصرف بمؤشر الأسواق المالية

تتحدد قيمة الأوراق المالية في الأسواق المالية نتيجة تلاقي العرض والطلب من طرف المتعاملين، وتتأثر الأوراق المالية بفعل عوامل كثيرة، نذكر منها: سعر الصرف، أسعار الفائدة، ومعدلات التضخم. غير أن هذا التأثير يختلف بالنسبة لسعر الصرف من حيث درجة التأثير على طبيعة العملات ومكانتها من جهة، ومن جهة أخرى طبيعة السوق المالي وكفاءته تلعب دور كبير في تصديها لمثل هذه التقلبات.

تعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر التي تواجه المؤسسات والشركات، وبخاصة الشركات العاملة في المجال الدولي المدرجة في البورصة، وفي نفس الوقت هذه التقلبات تؤثر بشكل مباشر على أسعار الأسهم نظرا للحساسية التي تتميز بها هذه الأسعار، وعليه فالتغير في قيمة العملة سيؤثر حتما على أسعار الأسهم بصفة خاصة، وعلى

مؤشر السوق المالي بصفة عامة. وهذا ما أكدته الأعمال التي قام بها كل من SHAPIRO (1975)، LEVI (1994)، و MARSTON (1998) وآخرون، أن أسعار الصرف تؤثر على تنافسية الشركات وعلى أسعار أسهمها.

وعلى هذا الأساس فإن هناك مستويين في تفسير العلاقة النظرية بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف، وهما:

❖ **على المستوى الجزئي:** إن تقلبات سعر الصرف تؤثر على الأوراق المالية للمؤسسات سواء المحلية أم الأجنبية، حيث أن انخفاض سعر صرف العملة المحلية يؤدي إلى ارتفاع عوائد المؤسسات والشركات، وبالتالي تتأثر أسعار الأوراق المالية. وهذا ما أكدته دراسة Selma Meftah أجريت على 100 شركة فرنسية، وتوصلت الدراسة إلى أن 40% من الشركات المدروسة تتأثر بتقلبات سعر الصرف طول فترة الدراسة (1996-1998).

❖ **على المستوى الكلي:** في هذا المستوى يجب العودة إلى طبيعة الاقتصاد بالنسبة لكل دولة، فإذا كانت الدولة مصدرة فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية (في إطار نظام الصرف العائم) سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، وبالتالي ارتفاع أسعار السلع المنتجة، مما يؤدي إلى انخفاض تنافسية هذه المنتجات في السوق (أي انخفاض عوائد هذه الشركات)، ما ينعكس على أسعار أسهمها، وبالتالي زيادة معدلات التضخم. بذلك يجري تغير اتجاه مؤشر السوق (ميكانيزم السوق) من الارتفاع إلى الانخفاض والعكس صحيح بالنسبة للدولة المستوردة (يعقوبي، 2012، صفحة 130).

على هذا الأساس وحسب النظرية الاقتصادية يتوقع الباحث إشارة متغيرات الدراسة، كالآتي:

الجدول رقم 06: تحديد الإشارات المسبقة لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الإشارة المتوقعة	نوع العلاقة
سعر الصرف	-	عكسية
سعر الفائدة	-	عكسية
معدل التضخم	+	طردية

المصدر : من إعداد الباحث



### المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية

بعد قيامنا بشرح النموذج المتبع في الدراسة، سنقوم في هذا المبحث بتقدير النموذج من خلال إدخال البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة في برمجية Eviews.9 بإتباع الخطوات المذكورة سابقا، ثم نقوم بتفسير النتائج المتوصل إليها.

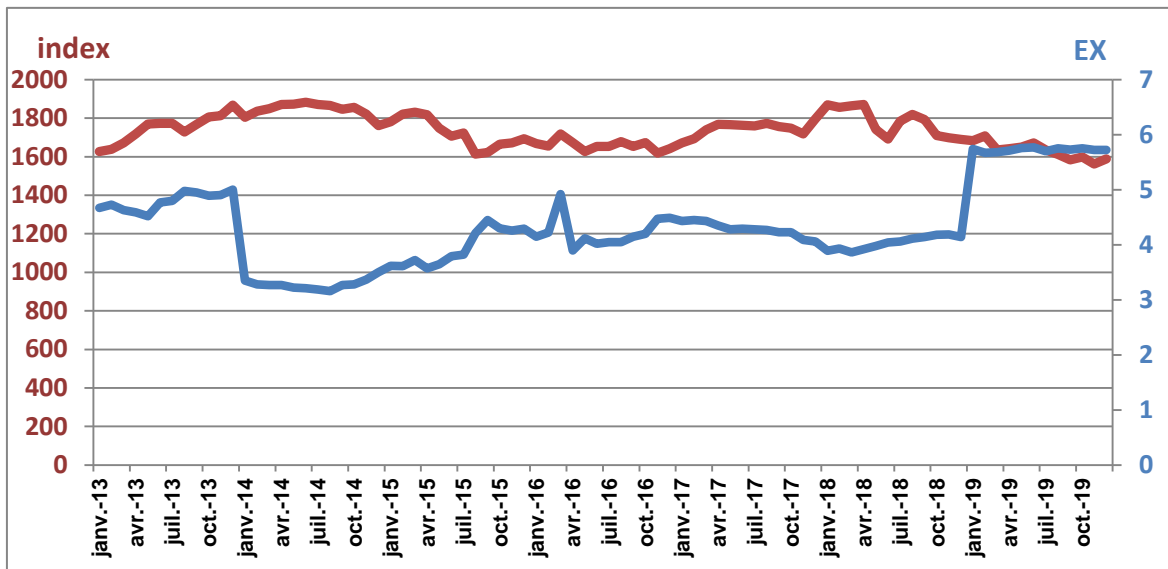
#### المطلب الأول: فحص وتحليل متغيرات الدراسة

سنحاول من خلال هذا المطلب شرح وتفسير تطور المتغيرات المعتمدة في الدراسة، والمتمثلة في المؤشر العام لبورصة ماليزيا (KLSEI)، سعر صرف الرينغيت الماليزي، سعر الفائدة ومعدلات التضخم، ثم سنحاول معرفة الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة، ومن ثم مصفوفة الارتباط .

أولا: تحليل تطور متغيرات الدراسة:

#### 1. تحليل تطور سعر صرف الرينغيت الماليزي ومؤشر كوالالمبور :

الشكل رقم 04 : تطور سعر صرف الرينغيت الماليزي و مؤشر كوالالمبور



المصدر: بيانات صندوق النقد الدولي وموقع investing.com

❖ المؤشر العام لبورصة ماليزيا (KLSEI):

من خلال ملاحظتنا للشكل السابق، والذي يبين تطور مؤشر كوالبور خلال فترة الدراسة، نلاحظ تذبذبات متواصلة، حيث منذ جانفي 2013 إلى غاية منتصف عام 2015، سجل المؤشر خلال هذه الفترة ذروته في جوان 2014 بقيمة 1883 نقطة، وشهدت البورصة نشاطا خلال عام 2014، حيث حققت البورصة أرباح بقيمة 271.75 مليون رينغيت ماليزي مقارنة بسنة 2013 والتي بلغت قيمة 245.58 رينغيت، مما انعكس على إيراداتها، لترتفع مرة أخرى إلى 128.480 رينغيت، ثم عاودت الانخفاض إلى 1613 نقطة في أوت 2015 (وهي تعتبر قاع المنحنى)، ومرد ذلك تدهور الاقتصاد العالمي بسبب أزمة انخفاض أسعار البترول والغاز العالمية (2014)، باعتبار ماليزيا بلد مصدر للنفط، وبحكم علاقتها التجارية الدولية تتأثر بكل ما يحدث في الاقتصاد على الصعيد الدولي هذا من جهة، ومن جهة أخرى تراجع قيمة الرينغيت مقابل الدولار بـ 26.3% في نهاية عام 2014، مما انعكس على أسعار الأسهم في البورصة (هي أيضا تراجعت بـ 89%).

ثم شهدت البورصة انتعاشا بسبب تدخل الحكومة الماليزية نهاية 2016 بضخ 4.6 مليار دولار ما قيمته 200 مليار رينغيت ماليزي، ضمن إجراءات جديدة اتخذتها الحكومة لتعزيز الاقتصاد، حيث باسترجاع البورصة نشاطها ارتفعت الأرباح قبل الضرائب لبورصة ماليزيا إلى 70.59 مليون رينغيت خلال الربع الأول من سنة 2017 مقارنة بـ 66.85 مليون رينغيت في العام السابق، ويواصل المنحنى ارتفاعه إلى غاية جانفي 2019، حيث يلاحظ أن البورصة على طول سنة 2019 سجلت هبوطا (أداء سلبي للبورصة)، وذلك راجع لعدة أسباب، أهمها:

• خروج المستثمرين الأجانب من بورصة ماليزيا، حيث ارتفعت مبيعات الأجانب الى ثلاثة أضعاف

لتصل إلى 422.2 مليون رينغيت ماليزي، وأغلقت بورصة ماليزيا على هبوط واسع تزامن مع هبوط

الأسهم الآسيوية إجمالا.

- انخفاض في أسعار الزيوت عالميا بسبب زيادة الإنتاج، وضعف التجارة خاصة سعر زيت النخيل - كما ذكرنا سابقا أنها تصدر نسبة 79.5% من إنتاجها إلى العالم-، وبذلك تأثر أداء البورصة كثيرا بهذا الانخفاض، حيث قدر هذا الانخفاض بقيمة 85 دولارا (13%).

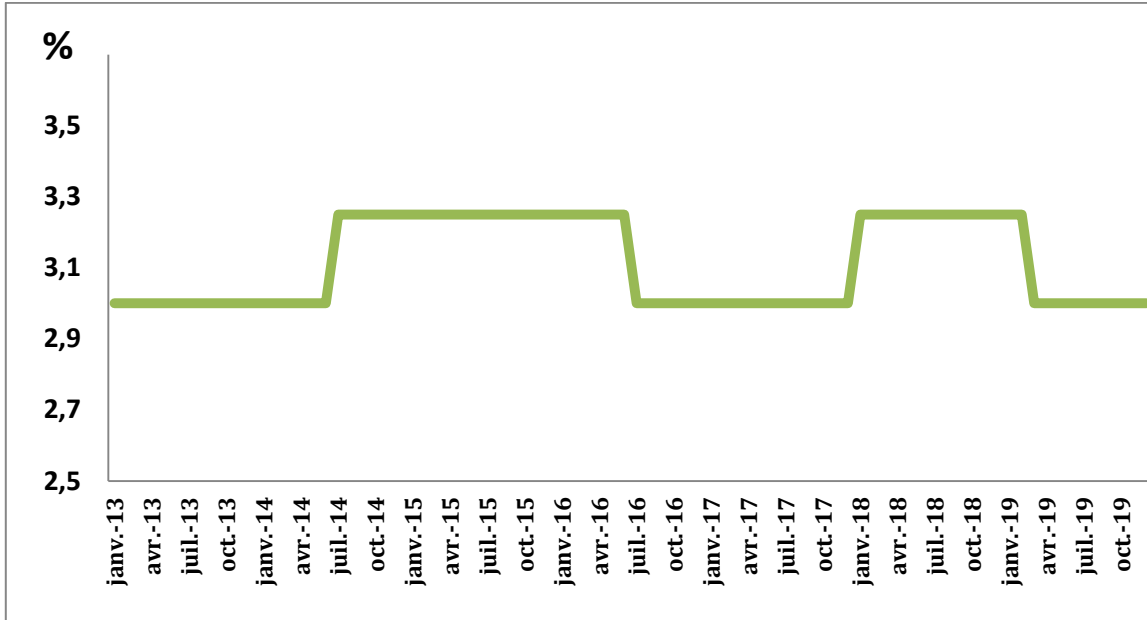
### ❖ سعر الصرف:

يمثل الشكل السابق تطور سعر صرف الينغيت الماليزي مقابل الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة، ونلاحظ تذبذبات مستمرة، فعلى طول سنة 2013 شهد سعر الصرف ارتفاعا مستقرا نسبيا، حيث بلغ سعر الصرف  $1\$ = 5RM$  في ديسمبر 2013، لينخفض فجأة إلى  $3.27RM$  و  $3.16$  في أوت 2014، وهذا راجع إلى الأزمة التي مست العالم كله جراء انخفاض أسعار النفط والغاز، وبما أن ماليزيا لها تجارة دولية نشيطة فلقد اهتزت بهذا الانخفاض باعتبارها دولة مصدرة للنفط والغاز بامتياز.

يواصل المنحنى في ارتفاع طفيف بداية منعام 2015 ليصل في مارس 2016 إلى 4.92 بنسبة قدرها 5.5% ، وهذا بسبب الانخفاضات الحادة التي شهدتها الدولار الأمريكي آنذاك، ثم عاود الانخفاض بنسبة طفيفة على طول الفترة من أبريل 2016 إلى غاية بداية عام 2019، ليرتفع بشكل مفاجئ سعر صرف الينغيت مقابل الدولار، وبهذا يصل المنحنى ذروته لفترة الدراسة بمعدل  $1\$ = 5.74RM$ ، وهذا راجع إلى عدة أسباب، أهمها كما ذكرنا سابقا خروج المستثمرين الأجانب من بورصة ماليزيا، وبهذا ارتفع حجم المبيعات وقدر بثلاثة أضعاف، حيث وصل إلى 422.2 مليون RM.

2. تحليل تطور سعر الفائدة:

الشكل رقم 05: تطور معدلات الفائدة بماليزيا

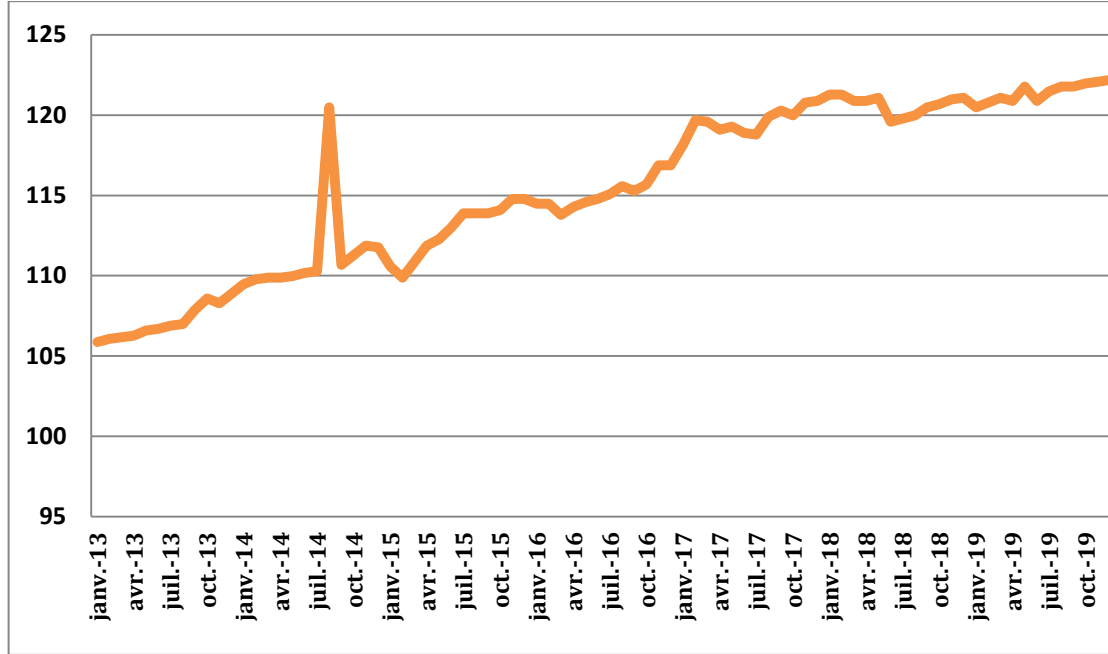


المصدر: بيانات صندوق النقد الدولي

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن أسعار الفائدة على الأوراق المالية في بورصة ماليزيا ثابتة نوعا ما خلال فترة الدراسة، حيث يتراوح ما بين 3% و 3.25%، فعندما يرفع يتم رفعه من قبل السلطات النقدية بربع نقطة أي 0.25% ويتم خفضه بنفس النسبة، ولهذا نلاحظ جمود في أسعار الفائدة، ويمكن أن نفسر هذا الثبات بعزوف المستثمر في السوق المالي الماليزي بتعامله بمعدلات الفائدة، حيث أصبح المستثمر يفضل التعامل بالصيغ المالية الإسلامية التي أصبحت رائدة في السوق.

3. تحليل تطور معدلات التضخم:

الشكل رقم 06: تطور معدل التضخم لماليزيا



المصدر: بيانات صندوق النقد الدولي

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن مؤشر أسعار المستهلك (المقياس الرئيسي للتضخم في ماليزيا) في تزايد مستمر طول فترة الدراسة، حيث شهد ارتفاعا حادا في جويلية 2014 بلغ 3.4% في التسعة أشهر الأولى من سنة 2014 مقارنة بنسبة 2.1% في عام 2013. وحسب الاقتصاديون هذا الارتفاع كان بسبب تراجع الاستهلاك المحلي أثر موجة غلاء في الأسعار التي مست ماليزيا. ثم رجع معدل التضخم إلى مستوياته في حلول عام 2015، واستمر في الارتفاع النسبي إلى غاية نوفمبر 2016 ارتفع معدل التضخم بنسبة 1.8%، وهذا راجع إلى عدة أسباب، أهمها:

- ارتفاع مؤشر أسعار المواد الغذائية، حيث بلغ 30.2% .
- ارتفاع مؤشر أسعار المواد الغير غذائية بنسبة 1.10%.

- ارتفاع مؤشر أسعار الإسكان والمياه والكهرباء والغاز وأنواع أخرى من الوقود بنسبة 2.1% مقارنة بسنة 2015.

واستمر هذا الارتفاع إلى غاية 2017 كان الارتفاع متنامي بنسبة 4.3 % مقارنة بسنة 2016 التي بلغت نسبة 3.7%، وهذا الارتفاع كان بسبب عدة عوامل، أهمها: زيادة الكتلة النقدية في ماليزيا، ارتفاع معدلات النمو والتي قدرت بنسبة 3.7% (وهي أعلى معدل نمو مسجل في الاقتصاد العالمي في أعقاب الأزمة المالية العالمية).

#### ثانيا: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم 07 : التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة

Date: 06/20/20 Time: 21:41 Sample: 2013M01 2019M12				
	INDEX	EX	INFLATION	INTEREST_R
Mean	1733.376	4.325714	115.4362	3.113095
Median	1725.360	4.215000	115.1800	3.000000
Maximum	1882.710	5.770000	122.2000	3.250000
Minimum	1561.740	3.160000	105.8800	3.000000
Std. Dev.	85.85058	0.734790	5.216860	0.125179
Skewness	0.088378	0.554041	-0.314196	0.191346
Kurtosis	1.909414	2.659922	1.706685	1.036613
Jarque-Bera	4.272171	4.702249	7.236390	14.00469
Probability	0.118116	0.095262	0.026831	0.000910
Sum	145603.6	363.3600	9696.640	261.5000
Sum Sq. Dev.	611736.7	44.81306	2258.897	1.300595
Observations	84	84	84	84

المصدر : من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات 9. Eviews

1. المؤشر العام لبورصة ماليزيا (مؤشر كوالالمبور):

يتبين من قيم المتغير Index أن قيم المؤشر خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 1561.74 مسجلة في نوفمبر 2019، وأعلى قيمة 1882.71 مسجلة في جوان 2014 بمتوسط بلغ 1733.37، وانحراف معياري قدر بـ85.85، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 4.27 باحتمال قدره 0.11، وهو ما يدل على أن البيانات تتوزع توزيعاً طبيعياً.

2. سعر صرف الرينغيت مقابل الدولار الأمريكي:

يتبين من قيم متغير سعر الصرف خلال فترة الدراسة أنه كان محصوراً بين أدنى قيمة 3.16 مسجلة في أوت 2018 وأعلى قيمة 5.77 مسجلة في جوان 2019، بمتوسط بلغ 4.32، وانحراف قدره 0.550، أما قيمة JarqueBera بلغت 4.70 باحتمال قدره 0.095، وهو ما يدل على أن البيانات موزعة توزيعاً طبيعياً.

3. سعر الفائدة:

يتبين من قيم متغير سعر الفائدة خلال فترة الدراسة أنه كان محصوراً بين أعلى قيمة 3.25 مسجلة طول الفترة من جويلية 2014 إلى غاية جوان 2016، ثم جانفي 2018 إلى غاية فيفري 2019، وأدنى قيمة سجلت على باقي الفترات المتبقية بقيمة 3% بمتوسط حسابي قدره 3.11، وانحراف معياري قدر بـ0.125، أما قيمة JarqueBera بلغت 14.00 باحتمال قدره 0.0009، مما يدل على أن بيانات هذا المتغير غير موزعة توزيعاً طبيعياً.

4. معدل التضخم:

يتبين من قيم متغير معدل التضخم أن خلال فترة الدراسة سجل أعلى قيمة له بـ122.20 في ديسمبر 2019، وأدنى قيمة له كانت في جانفي 2013 والتي قدرت بـ105.9، بمتوسط حسابي قدره 115.43، وانحراف يقدر بـ5.210، في حين بلغت قيمة JauqueBera 7.23، باحتمال قدره 0.02، وهذا ما يدل على أن سلسلة هذا المتغير غير موزعة توزيعاً طبيعياً.

ثالثاً: الارتباط الجبري بين متغيرات الدراسة:

تلعب إشارة دور الارتباط دوراً كبيراً في تغيير نوع العلاقة بين متغيرات الدراسة، فإذا كان معامل الارتباط موجب فهذا يعني وجود علاقة طردية بين المتغيرات. أما إذا كان معامل الارتباط سالب فذلك يدل على وجود علاقة عكسية بين متغيرات الدراسة. في حين تبين قيمة معامل الارتباط  $r$  قوة العلاقة بين المتغيرين.

يجب التأكد من الدلالة الإحصائية لقيمة الارتباط  $r$ ، ولهذا نقارن بين الاحتمالية لـ  $r$  (يعني  $(\text{sig}/r)$ ) بمستوى المعنوية 5%)، فإذا كانت  $\text{sig} > 5\%$  فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنوياً عن الصفر (أي لا توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين).

فيما يلي جدول يوضح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة.



الجدول رقم 08: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

Covariance Analysis: Ordinary				
Date: 07/07/20 Time: 08:39				
Sample: 2013M01 2019M12				
Included observations: 84				
Correlation Probability Observations	INDEX	EX	I	INFLATION
INDEX	1.000000 ----- 84			
EX	-0.645370 0.0000 84	1.000000 ----- 84		
I	0.172498 0.1166 84	-0.397451 0.0002 84	1.000000 ----- 84	
INFLATION	-0.282546 0.0092 84	0.325924 0.0025 84	0.088394 0.4240 84	1.000000 ----- 84

المصدر: مخرجات 9 eviews

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ وجود ارتباط بإشارة سالبة، أي علاقة عكسية قوية بين المتغير التابع (Index) والمتغير المستقل (EX)، حيث بلغت درجت الارتباط 64.53%، بمعنوية قدرت بـ 0.0000، في حين اتضح وجود ارتباط موجب 17.24% دون دلالة إحصائية بين المتغير التابع (Index) والمتغير المستقل سعر الفائدة (I)، مما يعني أن التغير في سعر الفائدة يؤثر إيجاباً على قيمة المؤشر.

أما بالنسبة للتضخم فأثبتت نتائج الجدول أن هناك ارتباط سالب ضعيف نوعاً ما بقيمة 28% ذو دلالة إحصائية بين المؤشر العام لبورصة كوالبور (Index) ومعدل التضخم، بمعنى أن الزيادة في معدل التضخم تؤثر سلباً أو عكسياً على قيمة المؤشر العام لبورصة كوالبور.

المطلب الثاني: تقدير نموذج الدراسة:

سنقوم في هذا المطلب بصياغة النموذج القياسي للدراسة وفق نموذج ARDL بداية باختبار استقرارية السلاسل الزمنية، ثم اختبار الحدود، ومن ثم اختبار جودة واستقرارية النموذج المتبع.

أولاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص السلاسل الزمنية محل الدراسة، وتحديد درجة تكاملها (درجة السكون للسلسلة الزمنية لكل متغير)، كونها شرطاً أساسياً من شروط التحليل للوصول إلى نتائج صحيحة ومنطقية، ولتفادي ما يعرف بالانحدار الزائف أو المضلل (spurious Regression).

نستخدم في هذه الدراسة اختبارين، وهما: اختبار Augmented Dickey-Fuller (1981)، واختبار Phillips-peron (1988)، باعتبارهما الاختيار الأكثر استخداماً في الدراسات الاقتصادية القياسية.

❖ اختبار ديكي فولر الموسع (ADF):

الجدول رقم 09: نتائج اختبار ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية

Without constant and trend		With constant and trend		With constant		المتغيرات	
At first deff	At level	At first deff	At level	At first deff	At level		
-8,19	0,017	-8,16	-2,76	-8,13	- 2,44	T stat	<b>Index</b>
0,0000	0,685	0,000	0,216	0,0000	0,133	Prob	
-9,964	0,166	-10,127	-1,996	-9,919	-1,564	T stat	<b>Ex</b>
0,0000	0,731	0,0000	0,593	0,0000	0,495	Prob	
-8,660	-0,0794	-8,629	-1,868	-8,602	-2,027	T stat	<b>I</b>
0,0000	0,653	0,0000	0,000	0,0000	0,2748	Prob	
-9,318	2,109	-9,790	-5,718	-9,794	-1,342	T stat	<b>Inf</b>
0,0000	0,991	0,0000	0,000	0,0000	0,605	prob	

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

❖ اختبار فيليبس بيرون (PP):

الجدول رقم 10: نتائج اختبار PP لاستقرارية السلاسل الزمنية

Without constant and trend		With constant and trend		With constant		المتغيرات	
At first deff	At level	At first deff	At level	At first deff	At level		
-8,241	0,05	-8,219	-2,749	-8,174	-2,50	T stat	<b>Index</b>
0,0000	0,69	0,0000	0,22	0,0000	0,11	Prob	
-9,954	0,166	-10,127	-1,886	-9,911	-1,562	T stat	<b>Ex</b>
0,0000	0,731	0,0000	0,652	0,0000	0,496	Prob	
-8,660	-0,079	-8,629	-1,951	-8,602	-2,112	T stat	<b>I</b>
0,0000	0,653	0,0000	0,618	0,0000	0,240	Prob	
-8,241	0,050	-8,219	-2,749	-8,174	-2,505	T stat	<b>Inf</b>
0,0000	0,696	0,0000	0,220	0,0000	0,118	Prob	

المصدر: مخرجات برنامج 9 EViews

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن جميع المتغيرات (سعر الصرف Ex، مؤشر كوالالمبور Index، سعر الفائدة i، معدل التضخم Inf، غير مستقرة في المستوى، بل تستقر عند أخذ الفرق الأول، أي متكاملة من الدرجة الأولى I(1)، عند مستوى المعنوية 5%. ويتبين من خلال نفس الجدول أن جميع متغيرات الدراسة مستقرة، ولكن بعد أخذ الفرق الأول I(1).

من خلال الاختبارين السابقين (ADF) و (PP) لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية، تم الحكم على استقرارية المتغيرات من خلال مقارنة t الجدولية مع t المحسوبة عند مستوى المعنوية 5%، وتؤكد نتائج الاختبارين أن كل متغيرات الدراسة غير مستقرة عند هذا المستوى، وإنما تستقر بعد أخذ الفرق الأول I(1)،

عند نفس مستوى المعنوية 5%، ولا وجود لمتغيرات مستقرة عند الفرق الثاني  $I(2)$ ، ومن ثم يمكن إجراء اختبار

التكامل المشترك باستخدام منهج الحدود ARDL.

ثانياً: اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة:

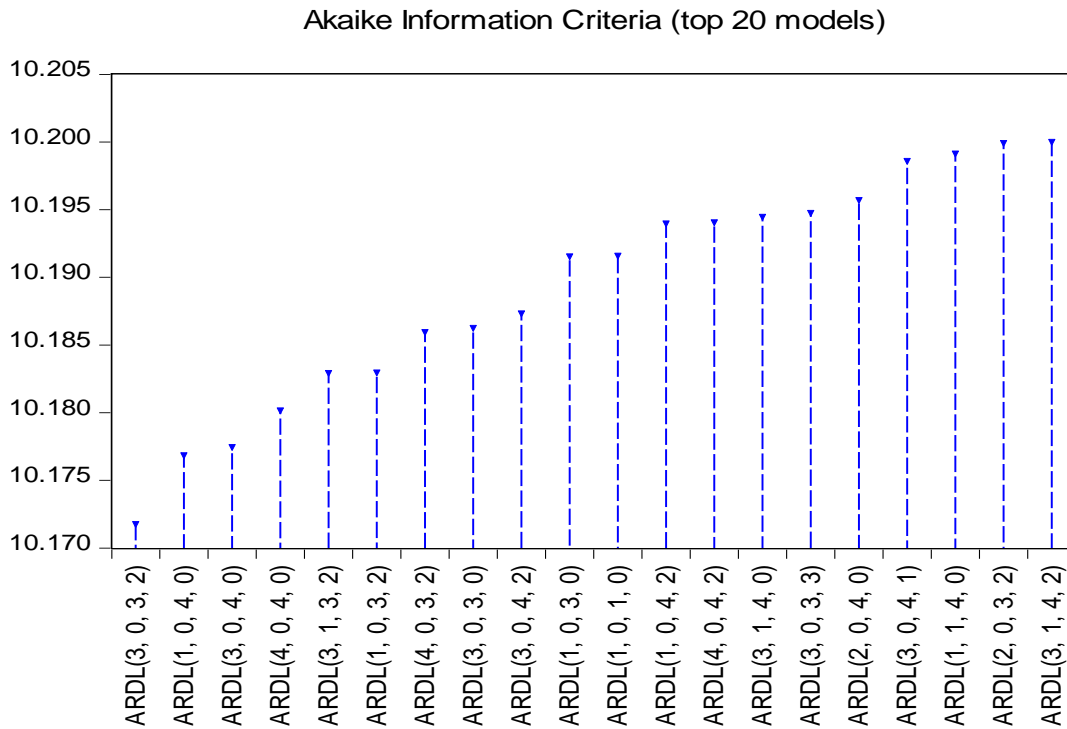
قبل الكشف عن وجود علاقات التكامل المشتركة باستخدام منهجية اختبار الحدود لـ Pesaran and All

(2001) سوف يتم تحديد فترة الإبطاء المثلى.

### 1. تحديد فترة الإبطاء المثلى:

سوف يتم تحديد فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات الدراسة باستخدام معيار AKAIKE.

الشكل رقم 07: اختبار فترات الإبطاء الملائمة للنموذج



المصدر: مخرجات برنامج EViews 9

من خلال الشكل السابق وفقاً لمعيار (AIC)، تبين أن النموذج (3,0,3,2) ARDL هو النموذج الأمثل

لهذه الدراسة من بين أفضل 20 نموذج.

يمكن صياغة نموذج الدراسة وفق الصيغة التالية:

$$\Delta \text{index}_t = C + \sum_{c=1}^3 B_{1i} \Delta \text{index}_{t-1} + \sum_{c=1}^0 B_{2i} \Delta \text{ex} + \sum_{c=1}^3 B_{3i} \Delta i_{t-1} + \sum_{c=1}^2 B_{4i} \Delta \text{Inf}_{t-1} + \alpha_1 \text{index}_{t-1} + \alpha_2 \text{ex}_{t-1} + \alpha_3 i_{t-1} + \alpha_4 \text{inf}_{t-1} + \varepsilon t$$

حيث:

$\Delta$  الفروق من الدرجة الأولى

C الحد الثابت

t اتجاه الزمن

$\varepsilon$  حد الخطأ العشوائي

(B1, B2, B3, B4) معاملات العلاقة قصيرة الأجل

( $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ ) معاملات العلاقة طويلة الأجل

## 2. اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bound test)

اعتماداً على المعادلة السابقة سوف نحري اختبار Bound test لـ (Pesaran 2001) للتحقق من قيمة

المعلمات، حيث يهدف هذا الاختيار إلى الكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

لإجراء هذا الاختبار، تم صياغة الفرضيات التالية:

• الفرضية العدمية:  $H_0: \alpha = \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$  يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل.

• الفرضية البديلة:  $H_1: \alpha = \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq 0$  لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل.

الجدول رقم 11: اختبار BOUND TEST

ARDL Bounds Test  
Date: 10/10/19 Time: 02:17  
Sample: 2013M04 2019M06  
Included observations: 75  
Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	4.58607814	3

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.37	3.2
5%	2.79	3.67
2.5%	3.15	4.08
1%	3.65	4.50

المصدر: مخرجات برنامج 9 EVIEWS

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة F الإحصائية تساوي 10.81634، وهي أكبر من القيم الجدولية العليا (4.66) والقيمة الدنيا (3.65) عند مستوى الدلالة 1%، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة  $H_1$  التي تشير إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

بناءً على ذلك يمكن تطبيق منهجية تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL للعلاقات طويلة وقصيرة الأجل.

ثالثاً: تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

وفقاً للنموذج المختار في هذه الدراسة (3.0.3.2) ARDL فإن الجدول رقم (12) بين نتائج تقدير النموذج (3.0.3.2) ARDL، أما بالنسبة للجدول رقم (13) و(14) فإنه يعرض المعاملات المقدرة للنموذج على المدى الطويل والقصير.

الجدول رقم 12: نتائج تقدير نموذج (3.0.3.2) ARDL

Dependent Variable: INDEX  
 Method: ARDL  
 Date: 10/10/19 Time: 02:18  
 Sample (adjusted): 2013M04 2019M06  
 Included observations: 75 after adjustments  
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)  
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)  
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): EX INTEREST\_RATE  
 INFLATION  
 Fixed regressors: C  
 Number of models evaluated: 500  
 Selected Model: ARDL(3, 0, 3, 2)  
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.842320	0.118794	7.090606	0.0000
INDEX(-2)	-0.288427	0.152682	-1.889070	0.0635
INDEX(-3)	0.214222	0.113497	1.887475	0.0637
EX	-0.961996	8.845578	-0.108754	0.9137
INTEREST_RATE	140.5173	78.50719	1.789865	0.0783
INTEREST_RATE(-1)	-141.4192	107.9616	-1.309902	0.1950
INTEREST_RATE(-2)	111.0300	120.4688	0.921649	0.3602
INTEREST_RATE(-3)	-234.9553	89.00077	-2.639924	0.0104
INFLATION	-1.644406	3.155717	-0.521088	0.6041
INFLATION(-1)	-5.109276	3.227541	-1.583024	0.1184
INFLATION(-2)	5.864556	2.936379	1.997207	0.0501
C	903.5520	230.6286	3.917780	0.0002

R-squared	0.820463	Mean dependent var	1747.831
Adjusted R-squared	0.789115	S.D. dependent var	78.53723
S.E. of regression	36.06605	Akaike info criterion	10.15423
Sumsquared resid	81947.88	Schwarz criterion	10.52503
Log likelihood	-368.7835	Hannan-Quinn criter.	10.30228
F-statistic	26.17290	Durbin-Watson stat	2.158425
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج EViews 9

الجدول رقم 13: اختبار العلاقة قصيرة الأجل

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INDEX(-1))	0.098588	0.105135	0.937725	0.3520
D(INDEX(-2))	-0.216350	0.101877	-2.123638	0.0376
D(EX)	11.433163	13.263679	0.861990	0.3920
D(INTEREST_RATE)	142.578771	70.194433	2.031198	0.0465
D(INTEREST_RATE(-1))	117.850269	86.072969	1.369190	0.1758
D(INTEREST_RATE(-2))	241.907187	85.997522	2.812955	0.0065
D(INFLATION)	-1.309421	2.997206	-0.436881	0.6637
D(INFLATION(-1))	-5.891997	2.778905	-2.120258	0.0379
CointEq(-1)	-0.232167	0.047664	-4.870945	0.0000

Cointeq = INDEX - (-4.1486\*EX -538.3144\*INTEREST\_RATE -3.8343 \*INFLATION + 3896.5464 )

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

الجدول رقم 14: نتائج اختبار العلاقة طويلة الأجل

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EX	-4.148586	37.428838	-0.110839	0.9121
INTEREST_RATE	-538.314363	246.059235	-2.187743	0.0324
INFLATION	-3.834334	4.176139	-0.918153	0.3620
C	3896.546430	876.963130	4.443227	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

رابعاً: اختبار جودة النموذج

يبقى الغرض من هذه المرحلة التأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية التالية

- مشكلة اختلاف التباين.
- مشكلة الارتباط الذاتي.
- مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد.



- مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي:

### 1. اختبار مشكلة اختلاف التباين (Heteroskedasticity):

1.1 اختبار ARCH: الغرض من هذا الاختبار هو الكشف عن مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي.

#### الجدول رقم 15: نتائج اختبار ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.063167	Prob. F(1,72)	0.8023
Obs*R-squared	0.064865	Prob. Chi-Square(1)	0.7990

#### المصدر: مخرجات برنامج 9 EVIEWS

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة Prob.chi-Square أكبر من 5% ( $0.9508 > 0.05$ )، وبالتالي

قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط بين البواقي.

1.2 اختبار Breush-Godfrey: الغرض من هذا الاختبار الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين.

#### الجدول رقم 16: نتائج اختبار BREUSH-GODFREY

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.388138	Prob. F(11,63)	0.9560
Obs*R-squared	4.760163	Prob. Chi-Square(11)	0.9422
Scaled explained SS	5.139927	Prob. Chi-Square(11)	0.9242

#### المصدر: مخرجات برنامج 9 EVIEWS

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيمة Pro-chi-Square أكبر من 5% أي ( $0.2907 > 0.05$ )،

وبالتالي قبول الفرضية العدمية التي تنص على عدم تجانس التباين.

وما يمكن ملاحظته من خلال الاختبارين السابقين، نجد أن القيمة الإجمالية لجميع الاختبارات أكبر من 5%، وبالتالي نستنتج أن النموذج لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين، وهي صفة مرغوبة في النموذج.

## 2. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

### الجدول رقم 17: نتائج اختبار LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

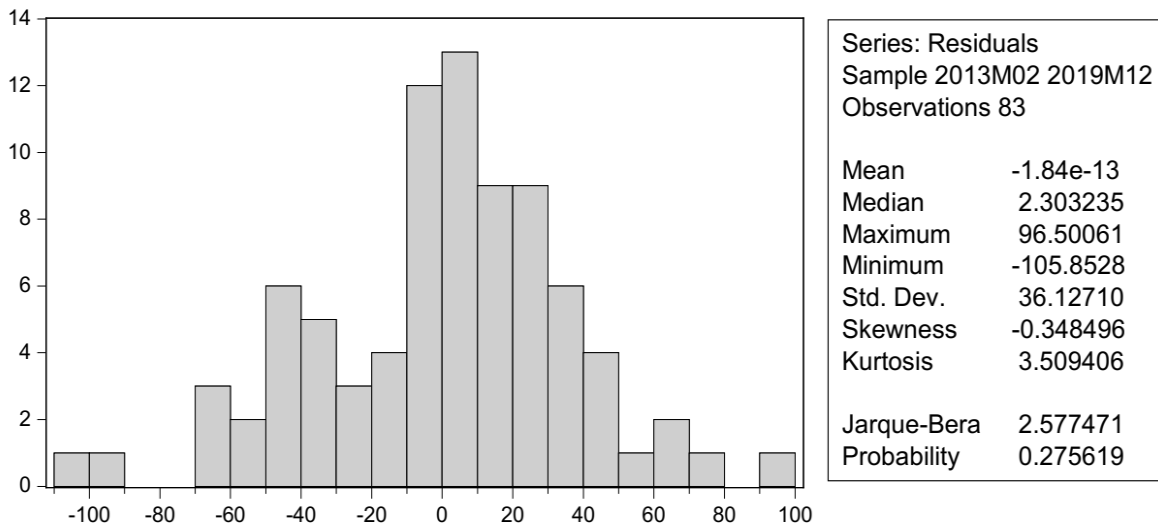
0.1381	Prob. F(2,75)	2.033336	F-statistic
0.1183	Prob. Chi-Square(2)	4.268977	Obs*R-squared

### المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

نلاحظ من خلال الجدول رقم (17) أن القيمة الاحتمالية لاختبار LM test تساوي 0.1183، وهي أكبر من 5%، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء في النموذج عند مستوى معنوية 5%.

## 3. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

### الشكل رقم 08: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير النموذج ARDL.



### المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لإحصائية Jarque-Berra تساوي 0.275619 وهي

أكبر من 5%، ومنه فإن البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً عند مستوى دلالة معنوية 5%.

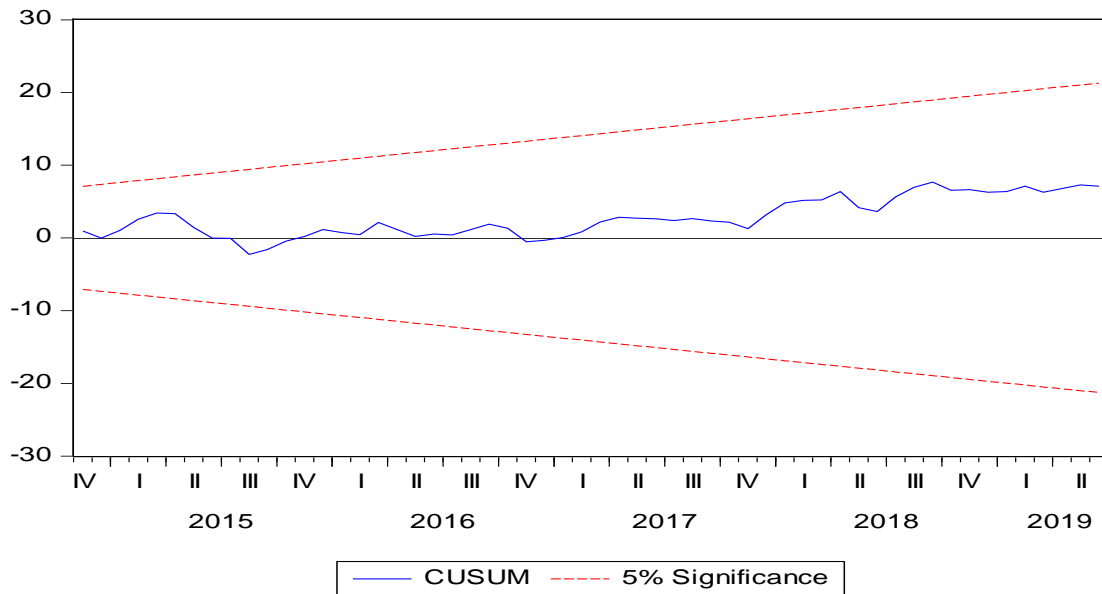
### خامساً: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

يكمن الغرض من هذا الاختبار في التحقق من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات

هيكلية عبر الزمن، ولمعرفة ذلك يتم استخدام الاختبارين الآتيين:

### 1- المجموع التراكمي للبواقي الراجعة (CUSUM)<sup>1</sup>:

الشكل رقم 09: اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

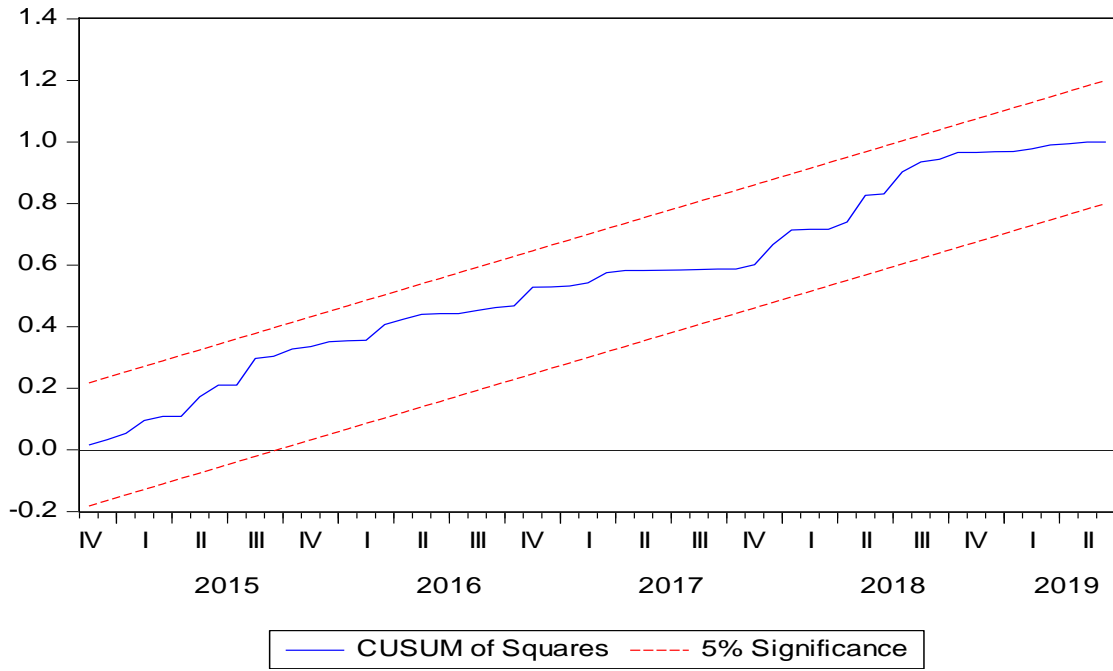
<sup>1</sup>Cumulative sum of RecursiveResidual

نلاحظ من خلال الشكل رقم (09) أن المنحنى البياني للمجموع التراكمي للبقايا الراجعة (CUSUM)

يقع داخل مجال الثقة 95%، مما يؤكد على استقرار المعاملات في المدى الطويل عند مستوى المعنوية 5%.

## 2- اختبار المجموع التراكمي لمربعات البقايا الراجعة (CUSUMSQ)<sup>1</sup>:

الشكل رقم 10: اختبار المجموع التراكمي لمربعات البقايا الراجعة



المصدر: مخرجات برنامج 9 EVIEWS

نلاحظ من خلال الشكل (10) أن المنحنى البياني لمجموعة التراكمي لمربعات البقايا الراجعة يقع داخل

مجال الثقة 95%، مما يؤكد على استقرار المعاملات في المدى الطويل عند مستوى المعنوية 5%.

<sup>1</sup>Cumulative sum of Squares of Recursive Residual

### المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة القياسية

استناداً إلى الجداول رقم (12)،(13)، (14) سوف نقوم بتحليل نتائج تقدير النموذج (3.0.3.2) ARDL بالنسبة للمدى القصير والمدى الطويل، ولكن قبل هذا سوف نختبر جودة توفيق النموذج.

#### أولاً: جودة توفيق النموذج

نلاحظ من خلال الجدول رقم (13) أن معامل التحديد هو ( $R_2=0.820463$ )، وهو معدل جد مقبول وهذا يعني أن 82% من التغيرات التي تطرأ على المؤشر العام للسوق المالي يتم تفسيرها من خلال المتغيرات التفسيرية (سعر الصرف، معدل التضخم، أسعار الفائدة)، بينما 18% من هذه التغيرات يمكن إرجاعها إلى متغيرات اقتصادية أخرى غير مدرجة في النموذج، مما يدل على أن النموذج له قدرة تفسيرية قوية.

إضافة إلى أن قيمة فيشر المحسوبة بلغت 26.17% وهي أكبر من القيمة المجدولة، وقيمة الاحتمال 0.0000 (أي أن النموذج له دلالة معنوية)، ونقبل هذا النموذج بمستوى دلالة 5%، وبالتالي يمكن القول أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع.

#### ثانياً: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM):

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل من خلال اختبار Bound، نقوم فيما يلي بتحليل نتائج تقدير الآثار قصيرة وطويلة الأجل، وكالاتي.

#### 1. بالنسبة لعلاقة الأجل القصير:

تشير نتائج الأجل القصير في الجدول (13) أن قيمة معامل سرعة التكيف، والتي تمثل المعلمة المقدرة لحد تصحيح الخطأ الذي يكشف عن سرعة أو إبطاء عودة المتغيرات الى حالة التوازن، والذي يجب أن يكون هذا

المعامل معنوياً وسالبا للكشف عن وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الذي بلغ هذا النموذج 23%:  $CointEg(-1)$  بإشارة سالبة، ذات معنوية إحصائية قوية بلغت 0.0000، وهذا ما يؤكد صحة العلاقة التوازنية في المدى الطويل، ولكن نسبة 23% نستنتج منها أن 23% من جميع الانحرافات والاختلالات في سلوك مؤشر السوق المالي الماليزي اتجاه التغيرات والاختلالات في المدى القصير التي تحدث على سعر الصرف قد تستغرق 4 أشهر ليتم الرجوع إلى التوازن.

نلاحظ من خلال نموذج تصحيح الخطأ أن معظم المتغيرات معنوية عند مستوى الدلالة 5%، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع (Index) في الأجل القصير.

تشير نتائج الأجل القصير في الجدول 13 إلى أن جميع معالم النموذج جاءت منسقة مع النظرية الاقتصادية وذلك على النحو التالي:

- إشارة معامل متغير المؤشر العام للسوق المالي الماليزي، جاءت سالبة، وهذا ما يدل على وجود علاقة عكسية بين المؤشر العام للسوق المالي الماليزي للفترة السابقة والفترة الحالية في الأجل القصير وقدرت الفترة بسنتين، وهو ما نلاحظه في منحنى تطور مؤشر السوق (منحنى رقم 04) أن المؤشر كل سنتين يأخذ حركة، فإذا تمعنا في المنحنى نلاحظ أن من سنة 2013 إلى غاية أكتوبر 2015 شهد المؤشر حركة صعودية، حيث وصلت ذروته في جوان 2014 بقيمة 1883 نقطة، ثم ابتداء من بداية 2015 شهد السوق انخفاض دام سنتين حتى سنة 2017، لينتعش بعدها ليصل إلى ذروته في أبريل 2018 بقيمة 1870 نقطة، ثم سقوط حر لمؤشر السوق بحلول عام 2019.

- بالنسبة لمتغير سعر الصرف فجاءت إشارة معاملة سالبة وقدرت بـ (-11.43316)، معنوية عند مستوى الدلالة 5%، وبالتالي تشير النتائج الى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف والمؤشر العام لسوق المالي الماليزي في الأجل القصير. و جاءت هذه النتيجة متوافقة مع دراسة (JiugWandee ad All (2014)).
- جاءت إشارة معامل أسعار الفائدة موجبة عند مستوى دلالة معنوية 0.04، مما يدل على وجود علاقة طردية بين أسعار الفائدة والمؤشر العام للسوق المالي الماليزي. وجاءت هذه النتيجة غير موافقة للنظرية الاقتصادية، بحيث ارتفاع قيمة العملة المحلية (في إطار نظام الصرف العائم) سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، وبالتالي ارتفاع أسعار السلع المنتجة، مما يؤدي إلى انخفاض تنافسية هذه المنتجات في السوق (أي انخفاض عوائد هذه الشركات)، مما ينعكس على أسعار قيمة الأسهم ومعدلات أسعار الفائدة بالانخفاض.
- جاءت إشارة معامل معدل التضخم في ماليزيا سالبة (-1.30)، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين التضخم والمؤشر العام للسوق المالي، ولكن المعلمة غير معنوية، مما يدل على عدم وجود تأثير في المدى القصير على مؤشر السوق المالي.

### 2. بالنسبة لعلاقة الأجل الطويل:

من نتائج الأجل الطويلة في الجدول رقم (14) نجد أن معظم معالم النموذج جاءت منسقة النظرية الاقتصادية من حيث القيمة، في حين خالفت بعض المعالم معطيات النظرية الاقتصادية، وذلك على النحو التالي:

- جاء إشارة معلمة سعر الصرف سالبة عند مستوى المعنوية 5%، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين المؤشر العام للبورصة ماليزيا وسعر صرف الرينغيت الماليزي.
- جاءت هذه النتيجة متوافقة مع النظرية الاقتصادية، بمعنى كلما ارتفع سعر الصرف الرينغيت الماليزي أمام الدولار الأمريكي يؤثر بطريقة سلبية على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، مما ينعكس هذا التأثير

على حركة واتجاه السوق، وبالتالي على المؤشر العام للبورصة. وتوافقت هذه النتيجة مع العديد من الدراسات: كدراسة حيدر (2013)، ودراسة يعقوبي (2018)، ودراسة Loh MumSeoug (2013)، ودراسة Clement and All (2017).

● أظهرت معلمة أسعار الفائدة إشارة سالبة بلغت (538.31) غير معنوية، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة والمؤشر العام للسوق المالي لماليزيا في الأجل الطويل، وهذه النتيجة تتوافق ومبادئ النظرية الاقتصادية. ويمكن تبريرها من خلال الرجوع إلى العلاقة النظرية بين أسعار الصرف والأسواق المالية، حيث أن ارتفاع قيمة العملة المحلية سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، وبالتالي ارتفاع أسعار السلع المنتجة، مما يؤدي إلى انخفاض تنافسية هذه المنتجات في السوق (أي انخفاض عوائد هذه الشركات)، مما ينعكس على أسعار أسهمها وعلى أسعار الفائدة بالانخفاض.

● إشارة معلمة متغير التضخم جاءت سالبة حيث بلغت قيمتها (3.83)، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم ومؤشر السوق المالي، وهذه النتيجة متعارضة مع مبادئ النظرية الاقتصادية، لكن إذا لاحظنا مستوى المعنوية بلغ 0.3، وبالتالي معلمة متغير معدل التضخم غير معنوية أي لا يؤثر التضخم في حركة السوق المالي الماليزي على المدى الطويل، وهذه النتيجة جاءت موافقة مع دراسة Kate (2005).

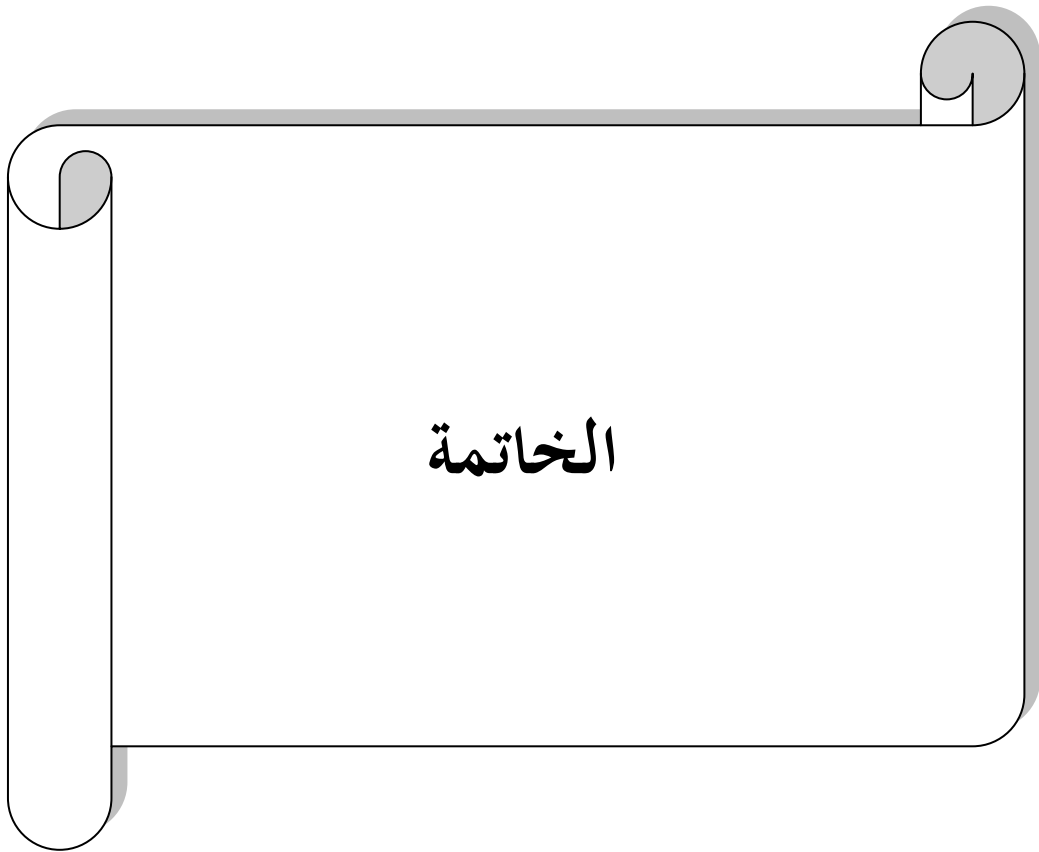


## خاتمة الفصل الثاني:

تضمن هذا الفصل دراسة قياسية لأثر سعر الصرف على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطة (ARDL).

حيث تناول في المبحث الأول التحليل الجيوغرافي و الاقتصادي والمالي لماليزيا كمدخل للدراسة القياسية. تم في المبحث الثاني التعريف بنموذج الدراسة المعتمد ومميزاته، مراحل تطبيقه، ثم توصيف النموذج ومتغيرات الدراسة ومصادرها. أما في المبحث الثالث من هذا الفصل تم التطرق إلى عرض الدراسة القياسية محل الدراسة ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

قام الباحث باختبار استقرارية السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات وتوصل إلى أنها مستقرة من نفس الدرجة، وبالتالي تحقق أول شرط لنموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطة (ARDL). وبعد ذلك تم تقدير النموذج. وتوصل الباحث إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.



حاولنا في هذه الدراسة التي جاءت تحت عنوان **أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة خلال الفترة (2013-2019)** معرفة وتوضيح علاقة سعر صرف الرينغيت الماليزي بمؤشر كوالالمبور للأوراق المالية، ومدى تأثير التقلبات التي تطرأ على سعر الصرف الرينغيت خاصة بعد تبني ماليزيا لنظام تعويم العملة وتركها تتحدد وفق قوى السوق، و بالتالي انعكاسها على السوق المالي الماليزي الذي يعد من بين أنشط الأسواق المالية الناشئة.

ولالإجابة عن الإشكالية المطروحة، والمتمثلة في: **ما هو أثر تقلبات سعر صرف الرينغيت الماليزي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق ماليزيا للأوراق المالية؟** تم تقسيم الدراسة إلى فصلين:

تضمن الفصل الأول المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في سعر الصرف والأسواق المالية، ثم حاولنا استعراض أهم الدراسات السابقة التي عاجلت موضوع الدراسة والتي لها علاقة مباشرة بالبحث، والتي من خلالها تمكنا من تحديد متغيرات الدراسة، أما الفصل الثاني فلقد تم تخصيصه للدراسة القياسية لأثر تقلبات سعر صرف الرينغيت على مؤشر كوالالمبور من خلال اعتماد منهجية الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطئة (ARDL) وتوصلنا من خلال دراستنا إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين سعر صرف الرينغيت ومؤشر كوالالمبور في المدى الطويل، وهذا يتوافق مع توقعات الدراسة النظرية والدراسات السابقة، لكن تبين أنه لا يوجد علاقة بين سعر صرف الرينغيت ومؤشر كوالالمبور في الأمد القصير خلال فترة الدراسة.

#### اختبار الفرضيات:

من أجل القيام بهذه الدراسة قمنا بوضع مجموعة من الفرضيات تحت الاختبار، فكانت الإجابة كما يلي :

- تفترض الفرضية الأولى على أنه يوجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين سعر صرف الرينغيت الماليزي ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية. وهذا ما تم التوصل إليه من خلال دراستنا، وبالتالي قبول الفرضية الأولى.
- تفترض الفرضية الثانية على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية، وبالفعل توصلت نتائج الدراسة النظرية والقياسية إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، وبالتالي الفرضية الثانية صحيحة.
- الفرضية الثالثة افترضت وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية، وهذه الفرضية صحيحة استناداً إلى النظرية الاقتصادية والنتائج القياسية المتوصل إليها.

#### نتائج الدراسة:

- من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن استخلاص النتائج التالية:
- تغيرات الدراسة لها دلالة إحصائية بالإضافة إلى الثابت.
- أظهرت نتائج اختبار الاستقرار من خلال اختبار ADF و PP أن السلاسل الزمنية مستقرة عند الفرق الأول بمستوى معنوية 5%.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين سعر صرف الرينغيت ومؤشر كوالالمبور خلال فترة الدراسة.
- بينت نتائج اختبار الحدود (BOUND) أن لهذا النموذج علاقة توازنية طويلة الأجل، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.
- بينت نتائج تقدير نموذج (ARDL) أن معامل التحديد يساوي 82%، مما يدل على أن للنموذج قدرة تفسيرية قوية.

- بينت نتائج اختبار المدى الطويل أن هناك علاقة سالبة (عكسية) بين سعر الصرف والمؤشر العام للسوق المالي الماليزي.
- بينت نتائج اختبار المدى القصير أنه لا يوجد علاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام للسوق المالي الماليزي.
- وجود علاقة طردية بين معدل التضخم ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية .
- بينت نتائج اختبارات جودة النموذج أن النموذج يخلو من المشاكل القياسية
- بينت نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي أن معلمات الأجل الطويل مستقرة .
- وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة ومؤشر كوالالمبور للأوراق المالية، فكلما زادت أسعار الفائدة يعزف المستثمرون عن شراء الأوراق المالية، وبالتالي تنقص حركة ونشاط السوق المالي، مما ينعكس حتما على قيمة مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية.


#### توصيات الدراسة:

- من خلال النتائج المتوصل إليها، يمكن وضع التوصيات الآتية:
- ضرورة العمل على استقرار سعر صرف الرينغيت، بما يعزز ثقة المتعاملين بالعملة الوطنية والمستثمرين بسوق ماليزيا للأوراق المالية.
- من المعروف أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لها مخاطر عديدة، وترتبط بالحالة الاقتصادية والسياسية للدولة خاصة بالنسبة للأسواق المالية الناشئة، ونظرا للحساسية المفرطة التي يتميز بها سعر الصرف فلا بد من توفير أساليب التغطية المستقبلية من طرف البورصات ضد التقلبات.
- العمل الجاد والمثابر للحفاظ على معدل تضخم منخفض، واستثمار الاحتياطيات من الصرف الأجنبي، والعمل على زيادتها لأنها تعزز من استقرار العملة، وبالتالي استقرار السوق المالي.

- ضرورة وضع مراكز متخصصة للتنبؤ بالأوضاع التي سيكون عليها السوق المالي مستقبلا، لتعزيز ثقة المستثمرين في السوق.
- ضرورة تطوير السوق المالية وتنشيطها من خلال إدخال المشتقات المالية (الخيارات المالية، عقود المبادلة، العقود المالية المستقبلية، والعقود الآجلة)، لغرض التحوط من مختلف المخاطر المالية، وبخاصة مخاطر تقلبات أسعار الصرف.
- تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين، وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، والمخاطر المصاحبة لها، وكيفية إدارة هذه المخاطر بهدف الحصول على عوائد مضمونة بدرجة مخاطرة مقبولة.

من خلال ما تم التوصل إليه، توصي الدراسة بإمكانية مواصلة البحث في المواضيع التالية:

- دراسة أثر مخاطر صرف العملات على عوائد الاستثمارات في الأسواق المالية الناشئة.
- دراسة تقلبات سعر الصرف كمؤشرات للتنبؤ بالأزمات المستقبلية في الأسواق المالية الناشئة.
- دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على مؤشرات السيولة في الأسواق المالية الناشئة.



## قائمة المراجع

## أولاً: باللغة العربية

### أ- الكتب:

- أبو العلا يسرى. (2008). تحديد مفهوم واستيعاب الاستثمارات المالية العربية. مصر: دار الفكر الجامعي.
- أبو شرار علي عبد الفتاح. (2010). الاقتصاد الدولي تطرقات و سياسات. عمان، الأردن: الطبعة دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة.
- أيوسميرة ابراهيم. (2000). صندوق النقد الدولي وقضية الاصلاح الاقتصادي والمالي، دراسة تحليلية تقييمية. الاسكندرية، مصر: مطبعة سامي.
- بكرى كامل. (2003). الاقتصاد الدولي: التجارة الدولية والتمويل. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
- بوخاريلحلو موسى. (2010). سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية. بيروت: مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر.
- بوعتروس، ع. ا. (2000). الوجيه في البنوك التجارية، عمليات تقنية وتطبيقات. قسنطينة: جامعة منتوري.
- التهامي محمود. (1981). أسواق المال ورأس المال. القاهرة، مصر: الجمعية المصرية للإدارة العامة.
- جودة، ص. ا. (2000). بورصة الاوراق المالية علميا وعمليا. مصر: مكتبة و طبعة الاشعار الغنية.
- حاتم، س. ع. (1987). دراسات في الاقتصاد الدولي. مصر: الدار المصرية للنشر.
- حبش محمد محمود. (1998). الأسواق المالية العالمية و أخواتها المشتقة ، ط1. عمان، الأردن: طباعة بنك الأردن المحدود.
- الحجار، ب. (2012). العلاقات الاقتصادية الدولية. بيروت، لبنان: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع.
- حردان، ط. (2009). أساسيات الاستثمار. عمان، الأردن.
- حسين، ع. ا. (2003). العلاقات الاقتصادية الدولية. الاسكندرية، مصر: دار الفتاح.
- الحصري نبيه فرج أمين. (2009). تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الاسلامي: تحليل وتقييم. الاسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.



- حمدي عبد العظيم. (1998). الاقتصاد الدولي العربي بين سعر الصرف والموازنة العامة. القاهرة، مصر: دار نهر الشروق.
- حميدات محمود. (2000). مدخل للتحليل النقدي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- الحناوي محمد صالح وآخرون. (2005). الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الاساسي والفني. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر.
- الحناوي، م. ص. & العبد، ج. ا. (2002). الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر.
- حنفي عبد الغفار. (2000). أسواق المال. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع.
- حنفي عبد الغفار. (2001). مصر: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
- خريوش، ح. ع. (2013). الأسواق المالية. الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع.
- خليل عبد الرزاق. (2004). التكامل بين الاسواق المالية ( تحليل و ادارة ). عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- الداغر محمود محمد. (2005). الأسواق المالية : مؤسسات وأوراق البورصات. عمان، الأردن: دار الشروق للنشر و التوزيع.
- دباس، ف. & العبادي، ه. (2008). الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية . عمان، الأردن: دار الوراق.
- سيد الهواري. (2006). مدخل إلى الإدارة المالية. القاهرة، مصر: مكتبة عين شمس.
- سيد عليوه. (2006). تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية. مصر: دار الامين للنشر والتوزيع.
- السيد متولي عبد القادر. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. عمان، الأردن: دار الفكر.
- الشبيب، د. ك. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. عمان، الأردن: دار اليازوردي.
- شذا، ج. & الركبي، ص. (2008). العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لرأس المال. عمان، الأردن. د. ن.
- شرار، ع. ع. (2010). الاقتصاد الدولي تطورات وسياسات. عمان، الأردن: الطبعة دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

- شقير يموسى سعيد مطر. (2008). التمويل الدولي. عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- شقيري نوري موسى. (2012). التمويل الدولي وتطبيقات التجارة الداخلية. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- شموطمران. (2008). أسس الاستثمار. القاهرة، مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- صادق علي توفيق. (1996). السياسة النقدية في الدول العربية. أبوظبي: معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، سلسلة بحوث ومناقشات.
- صادق مدحت. (1997). النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي. القاهرة، مصر: دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع.
- صقر، ع. (2003). العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر.
- صلاح السيد جودة. (2000). بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا. مصر: مكتبة وطبعة الاشعار الغنية.
- طاهر حردان. (2009). أساسيات الاستثمار. عمان، الأردن.
- طاهر لطرش. (2003). تقنيات البنوك. الجزائر: ديوان المصبوعات الجامعية.
- عباس، ع. (2013). ادارة الاعمال الدولية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- عزت، ف. ع. (2001). اقتصاديات النقود والمصاريف. مطابع الدار الهندسية.
- عزمياًسامة سلام & وارشد فؤاد التميمي. (2004). الاستثمار بالاوراق المالية (تحليل وإدارة). عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- عزوز، ع. (2013). دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية. (أطروحة دكتوراه). الجزائر: جامعة الجزائر 3
- عصام حسين. (2010). أسواق الأوراق المالية (البورصة). عمان، الأردن: دار اسامة للنشر والتوزيع.
- عقل، م. (2009). مقدمة في الادارة المالية. عمان، الأردن: مكتبة المجتمع العربي.
- العلاء، ي. ا. (2008). تحديد مفهوم واستعاب الاستثمارات المالية العربية. مصر: دار الفكر الجامعي.
- علي عباس. (2013). إدارة الاعمال الدولية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

- عليوه، س. (2006). تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية. مصر: دار الأمين للنشر والتوزيع.
- عوض الله زينب حسين. (2003). العلاقات الاقتصادية الدولية. الاسكندرية، مصر: دار الفتح.
- عيسى محمد الغزالي. (2003). تحليل الأسواق المالية، الكويت، المعهد العربي للتخطيط.
- الغالبي عبد الحسين جليل عبد الحس. (2011). سعر الصرف و ادارته في ظل الصدمات الاقتصادية. عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع.
- فخري نعمة سمير. (2011). العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانكاساتها على ميزان المدفوعات. عمان، الأردن: دار اليازوري.
- فرج عبد العزيز عزت. (2001). اقتصاديات النقود والمصاريف. مطابع الدار الهندسية.
- فوزي دباس & هشام العبادي. (2008). الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية. عمان، الأردن: دار الوراق.
- قادري، ع. ا. (2015). مطبوعة في مقياس المالية الدولية. سيدي بلعباس، الجزائر: كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير. جامعة جيلالي ليابس.
- قدي، ع. ا. (2006). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- كامل، ا. & حامد، ع. ا. (2006). مبادئ في المالية: شركات الأموال. البحرين: مؤسسة نورد العالمية للشؤون الجامعية.
- لطرش، ط. (2003). تقنيات البنوك. الجزائر: ديوان المصبوعات الجامعية.
- متولي، ع. ا. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. عمان، الأردن: دار الفكر.
- محفوظ، ج. (2002). البورصة وموقعها في أسواق العمليات المالية. الجزائر: دار الهومة.
- محمد الفاتح محمود & بشير المغربي. (2016). مؤسسات مالية. عمان، الأردن: دار الجنان للنشر والتوزيع.
- مدحت، ص. (1997). النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي. القاهرة، مصر: دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع.
- مطاوع، س. ع. (2001). الأسواق المالية المعاصرة. المنصورة، مصر: مكتبة ام القرى.

- مطر محمد. (2009). إدارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العلمية. عمان،الأردن: الطبعة الخامسة دار وائل للنشر.
  - معروف، هـ. (2006). تحليل الاقتصاد والدولي. الأردن: دار جرير للنشر و التوزيع.
  - مفلح عقل. (2009). مقدمة في الإدارة المالية. عمان،الأردن: مكتبة المجتمع العربي ، الطبعة الاولى.
  - ملاكوسام. (2001). الظواهر النقدية على المستوى الدولي. بيروت، لبنان: دار المنهل اللبناني.
  - ملاك وسام. (2003). البورصات والاسواق المالية العلمية الجزء الثاني. بيروت: مكتبة راس النبع للطباعة والنشر.
  - الموسوي ضياء مجيد. (2008). البورصات: رأس المال أدواتها، الأسهم والسندات. الإسكندرية، مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
  - موسى سعيد مطر وآخرون. (2003). المالية الدولية. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع
  - موسى، ر. ا. (2005). الأسواق المالية والنقدية. عمان، الأردن: دار المعترف للنشر والتوزيع.
  - هالي، ح. ب. (2002). الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها وأدواتها. عمان، الأردن: دار الكندري للنشر.
  - الهنديمير ابراهيم. (2005). إدارة المنشآت المالية وأسواق المال. الإسكندرية، مصر: منشأة المعارف.
  - الهواري، س. (2006). مدخل إلى الإدارة المالية. القاهرة، مصر: مكتبة عين شمس.
  - هوشيار معروف. (2006). تحليل الاقتصاد والدولي. الأردن: دار جرير للنشر والتوزيع.
- ب- البحوث الجامعية:**

- اسحاق، ا. ع. (2015). تحليل أثر أداء أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الابطاءات الموزعة. (أطروحة دكتوراه).السودان :جامعةالسودان للعلوم والتكنولوجيا.
- بلببوس، خ. (2017). أثر تحفيض قيمة العملة على التوازن الاقتصادي الجزائري. (رسالة ماجستير) . مستغانم، الجزائر :جامعة عبد الحميد بن باديس.
- بلجبلية سمية. (2010). أثر التضخم على عوائد الأسهم : دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006. (رسالة ماجستير). قسنطينة، الجزائر: جامعة منتوري قسنطينة.

- بن قدورعلي. (2013). دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر 1970-2010. (أطروحة دكتوراه). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- بن يانيمراد. (2012). سعر الصرف و دوره في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر : دراسة قياسية حالة الجزائر . (رسالة ماجستير). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- بوثلحة عبد الناصر. (2009). دور المعلومات في تحديد سعر الصرف. (أطروحة دكتوراه). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- بوكساني، ر. (2006). معوقات أسواق الاوراق المالية العربية و سبيل تفعيلها . (أطروحة دكتوراه) . الجزائر :جامعة الجزائر.
- ترقومحمد. (2011). فعالية انظمة الصرف في جذب رؤوس الاموال الاجنبية للدول النامية: دراسة قياسية . (رسالة ماجستير). الشلف، الجزائر: جامعة حسيبة بن بوعلي.
- جابو، س. (2012). تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان .(رسالة ماجستير) .ورقلة، الجزائر :جامعة قاصدي مرباح.
- الجانيمحمد العيد. (2018). أهمية استراتيجيات إدارة المخاطر في تعزيز الصناعة المالية الاسلامية لمتطلبات استقرار الأسواق المالية الدولية: دراسة قياسية. (أطروحة دكتوراه). ورقلة، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح.
- جبوري محمد .(2012). تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل.(أطروحة دكتوراه).جامعة ابي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر .
- جديد نلحسن. (2004). تسيير خطر سعر الصرف. (رسالة ماجستير). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- الجيزاوي محمد أحمد. (2008). الادارة الالكترونية وأثرها على الكفاءة الداخلية في أسواق الأوراق المالية الناشئة: سوق الأوراق المالية المصرية كنموذج. (أطروحة دكتوراه). السودان: جامعة السودان.
- حاسين، ب. ا. (2013). فعالية الأسواق المالية في الدول النامية. (أطروحة دكتوراه). تلمسان، الجزائر : جامعة أبي بكر بلقايد.
- الداوي، خ. (2012). تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية. (أطروحة دكتوراه). ورقلة، الجزائر :جامعة قاصدي مرباح.

- دربال، أ. (2015). محاولة التنبؤ بمؤشرات الاسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية :راسة حالة مؤشر سوق دبي المالي .(أطروحة دكتوراه) . تلمسان، الجزائر :جامعة أبي بكر بلقايد.
- درقاليمينة. (2011). دراسة تقلبات اسعار الصرف في المدى القصير : اختيار فرضية التعديل الزائد في دول الغرب العربي. (رسالة ماجستير). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- دوحه سلمى. (2015). أثر تقلبات سعر السرف على الميزان التجاري وسبل علاجها دراسة حالة الجزائر. (أطروحة دكتوراه). بسكرة، الجزائر: جامعة محمد خيضر.
- راقى، ب. ح. (2015). دور سعر الصرف في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في سورية. (رسالة ماجستير). دمشق، سوريا :جامعة دمشق.
- الزاوي عبد الرزاق. (2011). سلوك سعر الصرف الحقيقي وأثر انحرافه عن مستواه التوازني على النمو الاقتصادي في الجزائر في الفترة 1970-2007. (أطروحة دكتوراه). الجزائر : جامعة الجزائر 3.
- زراقة محمد. (2016). أثر تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات: دراسة قياسية حالة الجزائر من 1990 إلى 2011 (رسالة ماجستير). تلمسان ، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد .
- زقير عادل. (2016). أثر تطورات الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1998-2012). أطروحة دكتوراه. بسكرة، الجزائر: جامعة محمد خيضر.
- زيان، ب. (2013). تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية. (رسالة ماجستير). وهران، الجزائر :جامعة أحمد بن بلة .
- زيطاري، س. (2004). ديناميكية الأسواق المالية في البلدان الناشئة : حالة أسواق الاوراق المالية العربية . (أطروحة دكتوراه). الجزائر :جامعة الجزائر.
- سلطان، م. (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني :دراسة حالة بورصة ماليزيا .(أطروحة دكتوراه). بسكرة، الجزائر :جامعة محمد خيضر
- سمورنبيل خليل طه. (2007). سوق الأوراق المالية الاسلامية بين النظرية و التطبيق:دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا. (رسالة ماجستير). غزة، فلسطين: الجامعة الاسلامية غزة.
- صالحيةالهالة. (2015). آليات اندماج وتفاعل الاسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية. (رسالة ماجستير). ورقلة، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح.

- طلحة محمد. (2019). قياس أثر التضخم على بعض التغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف، النمو الاقتصادي) بالجزائر للفترة الممتدة 1970-2017. (أطروحة دكتوراه). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- عامري، ر. (2017). العلاقة بين النمو و سعر الصرف: حالة الدول النامية. (أطروحة دكتوراه). سيدي بلعباس، الجزائر. جامعة جيلالي ليايس.
- عزوز عائشة. (2013). دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية. (أطروحة دكتوراه). الجزائر: جامعة الجزائر 3.
- علي، ب. ع. (2014). أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية . (أطروحة دكتوراه). بسكرة، الجزائر : جامعة محمد خيضر.
- قاسم محمد فؤاد. (2010). انظمة سعر الصرف و اثرها على النمو الاقتصادي: دراسة حالة مجموعة من دول MENA (رسالة ماجستير). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- قدور، ع. ب. (2013). دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازي في الجزائر 1970-2010 (أطروحة دكتوراه). تلمسان، الجزائر : جامعة أبي بكر بلقايد.
- قطسليم. (2016). مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة مقارنة. (أطروحة دكتوراه). بسكرة، الجزائر: جامعة خيضر يابيس.
- لعروق، ح. (2005). سياسة سعر الصرف والتوازن الخارجي: دراسة حالة الجزائر. (رسالة ماجستير). قسنطينة، الجزائر : جامعة منتوري.
- مرعي عبد الرحمان. (1997). دور الأسواق المالية في تطوير نظام المعلومات المحاسبية في سوريا. (أطروحة دكتوراه). سوريا: جامعة دمشق.
- مرغيش عبد الحميد. (2012). تأثير سلوك سعر الصرف الحقيقي على القدرة التنافسية للاقتصاد. (رسالة ماجستير). سطيف، الجزائر: جامعة سطيف.
- مناصرية، خ. (2016). أثر الياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية ، دراسة حالة الأردن للفترة 1990-2014. (أطروحة دكتوراه). بسكرة، الجزائر : جامعة محمد خيضر.
- مومني لمياء. (2019). أثر تقلبات أسعار البترول على النمو الاقتصادي: حالة الجزائر. (أطروحة دكتوراه). سيدي بلعباس، الجزائر: جامعة جيلالي ليايس.

- مونية سلطان. (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني: درتسة حالة بورصة ماليزيا. (أطروحة دكتوراه). بسكرة، الجزائر: جامعة محمد خيضر.
- نزارسنا. (2016). دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الاسلامي في سوق رأس المال. (أطروحة دكتوراه). بسكرة، الجزائر: جامعة محمد خيضر.
- ياني، م. ب. (2012). سعر الصرف و دوره في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة قياسية حالة الجزائر . (رسالة ماجستير). تلمسان، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد.
- يحيى، س. (2019). دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية و افاق تطويرها . (أطروحة دكتوراه) . بسكرة، الجزائر: جامعة خيضر محمد

#### - المقالات العلمية:

- حضر، ح. (2004/ 3/ 21). تحليل الأسواق المالية .سلسلة جسر التنمية.(27)
- خباية، ح. (2004/ 12/ 11). دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية .مجلة العلوم الانسانية.(3)
- خميسي، ق&لحسن، ع. ا. (2015). دراسة تحليلية لتطور استخدام المؤشرات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق :حالة الدول الصناعية . المجلة الجزائرية للعملة والسياسيات الاقتصادية.(6)
- راتول، م. (2006). الدينار الجزائري بين نظرية اسلوب المرونات وإعادة التقييم .مجلة اقتصادية شمال افريقيا.(4)
- عبد الباقي محمد الفكي. (2012 /12 /19). الشركة لأسهمها في القانون الإماراتي. (2)12.
- عبد الله غالم&عبد الحفيظ خزان. (د.ت). أسواق الأوراق المالية. مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11.
- على عبد الزهرة حسن&عبد اللطيف حسن شومان. (2013). تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الابطاء (ARDL). مجلة العلوم الاقتصادية، 9(34).
- قايدى خميسي&عبد القادر حسن. (2015). دراسة تحليلية لتطور استخدام المؤشرات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق: حالة الدول الصناعية . المجلة الجزائرية للعملة والسياسيات الاقتصادية(6).
- محمد راتول. (2006). الدينار الجزائري بين نظرية اسلوب المرونات وإعادة التقييم. مجلة اقتصادية شمال افريقيا.(4).



- نورة عبد الرحمان اليوسف. (2004). تعادل أسعار الفائدة بين الدول الصناعية الكبرى ودول مجلس التعاون الخليجي. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية ، 20(1).

#### - الملتقيات العلمية:

- ابراهيم عبد الرحمان الحاج. (2011). مسيرة الاقتصاد الاسلامي في ماليزيا خلال أفكار الدكتور محمد مهاتير . الملتقى الدولي حول الاقتصاد الاسلامي: الواقع و رهانات المستقبل. غرداية، الجزائر: جامعة غرداية.
- أونور، ا. أ. (2011). عقود الخيارات وادارة المخاطر في أسواق رأس المال .المنتجات المالية الاسلامية (ملتقى دولي). الخرطوم.
- محمد الدرويش دحماني & عبد القادر ناصور. ( 2013). دراسة قياسية لمحددات الاستثمار في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة. (ملتقى دولي) تقييم آثار برامج الاستثمار العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014. سطيف، الجزائر: جامعة سطيف.
- محمد بن علي العقلا. (2007). الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية . كلية الشريعة والقانون، أم القربى بحث مقدم بمؤتمر أسواق الاوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات.

#### قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

- Auroire, J., & huair, M.c. (Fevrier 2015). *Dictionnaire des marelés financier , broché*. Bruxelles.
- Belras, A. K. (2008). *Marché des Capitaux et la structure par échéanu des taux énteret légende*. france.
- condert, V. (1999). *Comment definir un taux de change dequilibre pour les pays émergent*. paris: Economie Internatioanle k LA REUVE DU CEP N77 K 1 er trimestres.
- Didier Mareau. (2011). *Les marvhés des copiraux*. Paris,France: armand collier.
- [drive.google.com/file/1dYUGZvpQESh](http://drive.google.com/file/1dYUGZvpQESh) .Universitylifestyle.net. (s.d.).

- duferonts, m. v., & mathieu, l. (s.d.). *la détermination des taux de change dequilibre* *Revue de la liberté théorique et empirique labos de recherche* , universite de paris: [www.parie12.fr/labos/érudite/pdf/change/pdf](http://www.parie12.fr/labos/érudite/pdf/change/pdf).
- Prime minister Lee Hsein loong and malysian prime minister Nadji Tun Razak . (22 may 2009). at the official dinner at the istana.
- Salratore, D. (2008). *Economie Inertationale*. bruxelles.
- Siroén, J. m. (1993). *finance Juter nationales*. paris: Armand Eolin.
- Yves, S. (1981). *Les marchés des Capiteur et taux Dinteret*. paris.
- Zubair, H. (2007). Fifty years of Malysian Economic development: policies and echivements. *review islamic Economic*, 11(5).

مواقع الإنترنت:

- guillot, p. (1999). *les Réglements des échanges internationaux* . [www.reunion .infun .fr/dep/sciences](http://www.reunion .infun .fr/dep/sciences) 20%économiques20%et20%sociale/livres.html.
- [argaam.com/ar/articlearticledetail/id/576986](http://argaam.com/ar/articlearticledetail/id/576986). (s.d.).



## فهرس المحتويات

إهداء

شكر وتقدير

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

أ

مقدمة عامة

1

الفصل الأول: الأدبيات النظرية للدراسة

2

تمهيد الفصل الأول

3

المبحث الأول : أسعار وسوق الصرف (المفهوم، الأهداف والسياسات)

3

المطلب الأول : ماهية سعر الصرف

3

أولاً: مفهوم سعر الصرف ووظائفه

3

1. مفهوم سعر الصرف

4

2. وظائف سعر الصرف

4

2.1 الوظيفة القياسية

5

2.2 الوظيفة التطويرية

5

2.3 الوظيفة التوزيعية

5

ثانياً: أشكال سعر الصرف

5

1. سعر الصرف الاسمي

5

1.1 سعر الصرف الاسمي الرسمي

6

2.1 سعر الصرف الاسمي الموازي

7

2. سعر الصرف الحقيقي

7

3. سعر الصرف الفعلي

7

1.3 سعر الصرف الفعلي للصادرات

7

2.3 سعر الصرف الفعلي للواردات

8  
8  
8  
9  
10  
10  
11  
11  
13  
13  
14  
14  
14  
15  
15  
15  
16  
16  
17  
19  
19  
20  
20

## ثالثا: أنظمة سعر الصرف

### 1. نظام الصرف الثابت

#### 1.1 تعريف نظام الصرف الثابت

#### 1.2 مميزاته

#### 1.3 عيوب هذا النظام

### 2. نظام الصرف العائم

#### 1.2 نظام الصرف الحر (التعويم النظيف )

#### 2.2 نظام الصرف المدار ( التعويم الغير نظيف )

### 3. نظام الرقابة على الصرف

#### 1.3 تعريف نظام الرقابة على الصرف

#### 2.3 مميزات و أهداف نظام الرقابة على الصرف

#### المطلب الثاني : سياسات سعر الصرف و العوامل المؤثرة عليه

#### أولا: سياسات سعر الصرف و أهدافها

#### 1. سياسات سعر الصرف

#### 1.1 سياسة الرقابة على الصرف

#### 1.2 سياسة تعديل سعر صرف العملة

#### 1.3 سياسة استخدام احتياطات الصرف

#### 1.4 سياسة استخدام سعر الفائدة

#### 1.5 سياسة سعر الصرف المتعدد

#### 2. أهداف سياسات سعر الصرف

#### ثانيا: العوامل المؤثرة على سعر الصرف

#### المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسعر الصرف

#### أولا: نظرية تعادل القوة الشرائية

20	1. صيغ نظرية تعادل القوة الشرائية
21	1.1 الصيغة المطلقة للنظرية
21	1.2 الصيغة النسبية للنظرية (PPAR)
22	1.3 الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية
22	
24	ثانيا : نظرية تعادل أسعار الفائدة
24	1. التعريف بالنظرية
25	2. الانتقادات الموجهة للنظرية
25	3. صيغ نظرية تعادل أسعار الفائدة
26	ثالثا: نظرية الأرصدة
26	رابعا : نظرية كفاءة السوق
27	خامسا : النظرية الإنتاجية
27	سادسا : نظرية ماندل- فلمنج في تحديد سعر الصرف
28	المطلب الرابع : سوق الصرف
28	أولا : مفهوم سوق الصرف وخصائصه
29	ثانيا : تقسيمات سوق الصرف
30	1. سوق الصرف العاجل أو الفوري
30	2. أسواق الصرف الآجلة
31	ثالثا : المتعاملون في أسواق الصرف
31	1. البنوك المركزية
31	2. البنوك التجارية
31	3. سماسرة الصرف
32	4. المستخدمين التقليديون

32

المبحث الثاني : : الأسواق المالية (المفهوم والأدوات)

32

المطلب الاول : عموميات حول الأسواق المالية

33

أولاً: تعريف السوق المالي و تقسيماته

33

1. تعريف الأسواق المالية

35

2. تقسيمات السوق المالي

39

2.1 السوق النقدي

40

2.2 سوق رأس المال

41

ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية (البورصة )

41

1. التطور التاريخي للبورصة

42

2. تعريف سوق الأوراق المالية

42

3. خصائص الأسواق المالية

43

ثالثاً: سوق الأوراق المالية (الأهمية، الوظائف والمتطلبات)

45

1. أهمية الأسواق المالية

46

2. وظائف الأسواق المالية

46

3. المتطلبات الأساسية لقيام البورصة

46

المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

47

أولاً: ماهية الأدوات المالية

47

1. تعريف الأدوات المالية المتداولة في البورصة

47

2. خصائص الأوراق المالية

47

3. عيوب التعامل بالأوراق المالية

48

ثانياً : الأسهم

49

1. تعريف السهم

49

2. القيم المختلفة للأسهم

50

3. أنواع الأسهم

50

3.1 تقسيم الأسهم بحسب شكلها

53

3.2 تقسيم الأسهم حسب الحصة التي تدفع مقابلها

53

3.3 تقسيم الأسهم حسب الحقوق المترتبة عنها

54	ثالثا: السندات
54	1. مفهوم السندات
54	2. أنواع السندات
55	1.2 أنواع السندات حسب الجهة المصدرة
55	2.2 أنواع السندات حسب معدل العائد
56	3.2 أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة
57	4.2 أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين
57	3. الفرق بين السندات والأسهم
58	رابعا: المشتقات المالية
58	1. تعريف المشتقات المالية
58	2. استخدامات المشتقات المالية
61	3. أدوات المشتقات المالية
62	1.3 العقود المستقبلية
64	2.3 العقود الآجلة
65	3.3 عقود الخيارات
65	4.3 عقود المبادلات
65	المطلب الثالث: مؤشرات الأسواق المالية
67	أولا: مفهوم المؤشر و استخداماته
68	1. مفهوم المؤشر
68	2. استخدامات المؤشر
68	ثانيا : خصائص وأساليب بناء المؤشرات
69	1. خصائص المؤشر
70	2. طرق و أساليب بناء المؤشر
70	ثالثا: أنواع مؤشرات أسواق الأوراق المالية
72	1. مؤشرات تقيس أداء أسواق الأوراق المالية
73	2. مؤشرات تقيس حالة سوق الأوراق المالية
73	3. مؤشرات تقيس جودة الأسهم



73	رابعا: المؤشرات الرئيسية في البورصات العالمية
74	1. مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأمريكية
74	2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأوروبية
75	3. مؤشرات أسواق الأوراق المالية في دول آسيا
76	4. مؤشرات الأسواق المالية الناشئة
77	
78	<b>المطلب الرابع: الأسواق المالية الناشئة</b>
78	أولاً: مفهوم الأسواق المالية الناشئة
80	1. تعريف الأسواق المالية الناشئة
82	2. الخصائص الأساسية للأسواق الناشئة
83	ثانياً : مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة
83	ثالثاً: أسباب نمو الأسواق المالية الناشئة
84	1. العوامل الخارجية
85	2. العوامل الداخلية
85	رابعا : اثار الأسواق المالية الناشئة على اقتصادياتها
86	1. الآثار الايجابية للأسواق المالية الناشئة
88	2. الآثار السلبية للأسواق المالية الناشئة
88	<b>المبحث الثالث : الدراسات السابقة</b>
103	<b>المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة</b>
106	<b>المطلب الثاني: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة</b>
	<b>خاتمة الفصل الأول</b>
107	
108	<b>الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر سعر الصرف على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي</b>
	<b>تمهيد الفصل الثاني</b>
109	<b>المبحث الأول: التحليل الجيوغرافي، الإقتصادي والمالي لماليزيا</b>
109	<b>المطلب الأول: ماليزيا جيوغرافيا</b>
110	<b>المطلب الثاني: ماليزيا اقتصاديا</b>

110	أولاً: الموارد الاقتصادية في ماليزيا
111	ثانياً: التنمية الاقتصادية بماليزيا
113	ثالثاً: المؤشرات الاقتصادية لماليزيا
114	المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في ماليزيا
114	أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية
116	ثانياً: تطور سوق الأوراق المالية الماليزية
118	المبحث الثاني: وصف النموذج المستخدم، وتحديد متغيراته
	المطلب الأول: وصف نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)
118	أولاً: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)
118	ثانياً: مميزات نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)
120	ثالثاً: مراحل تطبيق نموذج ARDL
121	المطلب الثاني: بناء نموذج الدراسة
124	أولاً: تعريف متغيرات النموذج ومصادرها
124	ثانياً: تحديد الشكل الرياضي للنموذج
126	المطلب الثالث: علاقة سعر الصرف بمؤشر الأسواق المالية
127	المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية
130	المطلب الأول: فحص وتحليل متغيرات الدراسة
130	أولاً: تحليل تطور متغيرات الدراسة
135	ثانياً: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة
137	ثالثاً: الارتباط الجبري بين متغيرات الدراسة
139	المطلب الثاني: تقدير نموذج الدراسة
139	أولاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
141	ثانياً: اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة
141	1. تحديد فترة الإبطاء المثلى
142	2. اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bound test)

143	ثالثا: تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL
145	رابعا: اختبار جودة النموذج
146	1. اختبار مشكلة اختلاف التباين (Heteroskedasticity text)
147	2. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء
147	3. اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا
148	خامسا: اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج
148	1. المجموع التراكمي للبقايا الراجعة (CUSUM)
149	2. اختبار المجموع التراكمي لمربعات البقايا الراجعة (CUSUMSQ)
150	المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة القياسية
150	أولا: جودة توفيق النموذج
150	ثانيا: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM)
150	1. بالنسبة لعلاقة الأجل القصير
152	2. بالنسبة لعلاقة الأجل الطويل
154	خاتمة الفصل الثاني
155	خاتمة عامة
157	قائمة المراجع
168	فهرس المحتويات

## ملخص:

تتناول الدراسة إشكالية تقلبات سعر الصرف ومدى أثرها على الأسواق المالية، وعليه قامت الدراسة على جملة من الأهداف، أهمها: معرفة أثر تقلبات سعر صرف الرينغيت الماليزي على المؤشر العام لأسعار كوالالمبور المدرجة في سوق الأوراق المالية للماليزيا. وقد تم الاستعانة بنموذج ARDL لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار في ماليزيا للفترة (2013-2019). وأفصحت نتائج التحليل عن وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المذكورة، تتجه من سعر الصرف إلى مؤشر كوالالمبور، وهذا ينسجم مع الجانب التحليلي للدراسة، وبالتالي إمكانية اعتبار مؤشر كوالالمبور كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي المستقبلي.

كما بينت نتائج الدراسة أن لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين وباتجاهات مختلفة على المؤشر للسوق المالي خلال المدى الطويل، وهذا يعني إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات السوق المالية، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

**الكلمات المفتاحية:** سعر الصرف، السوق المالي، مؤشر كوالالمبور، ARDL.

**Abstract:** The study deals with the problem of exchange rate fluctuations and the extent of their impact on the financial markets. Accordingly, the study is based on a number of objectives, the most important of which are: To know the effect of fluctuations in the Malaysian ringgit exchange rate on the general index of Kuala Lumpur prices included in the stock market of Malaysia. The ARDL model was used to test the relationship between the exchange rate and the general price index in Malaysia for the period (2013-2019). The results of the analysis revealed the existence of an inverse relationship between the mentioned variables, moving from the exchange rate to the Kuala Lumpur Index, and this is consistent with the analytical aspect of the study, and thus the possibility of considering the Kuala Lumpur Index as a general indicator about the direction of future economic activity. The results of the study also showed that the exchange rate fluctuations have a varying effect with different directions on the index of the financial market over the long term. This means that the exchange rate policy can be used to influence economic activity by influencing the financial market indicators, and thus directing the exchange rate policy properly.

**Key words:** exchange rate; Financial Market; Kuala Lumpur Index ;ARDL.

**Résumé:** L'étude traite du problème des fluctuations des taux de change et de l'ampleur de leur impact sur les marchés financiers. En conséquence, l'étude se fonde sur un certain nombre d'objectifs dont le plus important est de connaître l'effet des fluctuations du taux de change du ringgit malais sur l'indice général des prix de Kuala Lumpur inclus dans la bourse de Malaisie. Le modèle ARDL a été utilisé pour tester la relation entre le taux de change et l'indice général des prix en Malaisie pour la période (2013-2019). Les résultats de l'analyse ont révélé l'existence d'une relation inverse entre les variables mentionnées, passant

du taux de change à l'indice de Kuala Lumpur, ce qui est cohérent avec l'aspect analytique de l'étude, et donc la possibilité de considérer l'indice de Kuala Lumpur comme indicateur général de l'orientation de l'activité économique future. Les résultats de l'étude ont également montré que les fluctuations des taux de change ont un effet variable avec des directions différentes sur l'indice du marché financier sur le long terme. Cela signifie que la politique de taux de change peut être utilisée pour influencer l'activité économique en influençant les indicateurs du marché financier, et donc en orientant correctement la politique de taux de change.

**Mots clés :** taux de change, marché financier, indice de Kuala Lumpur, ARDL